Sveučilište u Zagrebu
Pravni fakultet

Domagoj Radin

POSREDNO DRŽANI VRIJEDNOSNI PAPIRI

DOKTORSKI RAD

Mentor:
Prof. dr. sc. Petar Miladin

Zagreb, 2026.

University of Zagreb
Faculty of Law

Domagoj Radin

INDIRECTLY HELD SECURITIES

DOCTORAL THESIS

Supervisor:
Prof. Petar Miladin, Ph.D.

Zagreb, 2026.

Izjava o izvornosti

Ja, Domagoj Radin, potvrđujem da je moj doktorski rad izvorni rezultat mojega rada te da se u njegovoj izradi nisam koristio drugim izvorima do onih navedenih u radu.

_____

Bilješka o mentoru

Petar Miladin (rođen 1973.) diplomirani je pravnik, magistar prava (1999.) i doktor prava (2005.) na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu. Obranio je magistarski rad pod naslovom „Bankarska tajna i bankarsko obavještavanje“ te doktorsku disertaciju „Plaćanje doznakom“.

Radio je kao pripravnik na Općinskom i Trgovačkom sudu u Zagrebu te je položio pravosudni ispit. Od 1997. radi na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu, a od 2019. redoviti je profesor u trajnom zvanju.

Predaje trgovačko pravo, pravo društava i bankarsko pravo na integriranom pravnom studiju, specijalističkom i doktorskom studiju.

Autor je brojnih radova iz područja trgovačkog prava, prava društava i bankarskog prava.

Sažetak

Rad analizira pravno uređenje posredno držanih vrijednosnih papira. Na razvijenim financijskim tržištima veliku većinu vrijednosnih papira ulagatelji drže posredstvom intermedijera odnosno skrbnika. Umjesto ulagatelja, intermedijeri su ti koji neposredno posjeduju isprave o vrijednosnim papirima odnosno koji se (kao imatelji) upisuju u izdavateljev registar vrijednosnih papira. Umjesto na ulagateljev (koji na njih polaže pravo), vrijednosni papiri upisuju se na intermedijerov (skrbnički) račun u središnjem depozitoriju nematerijaliziranih vrijednosnih papira. Jedino kako se u većini slučajeva manifestira pravni položaj ulagatelja odgovarajući je upis u evidencijama intermedijera s kojim je ulagatelj direktno povezan.

Kad je riječ o domaćim vrijednosnim papirima, posredno držanje gotovo isključivo je u službi raspolaganja. Umjesto tradicijom isprava odnosno preknjižbom u izdavateljevom registru vrijednosnih papira ili po računima u središnjem depozitoriju nematerijaliziranih vrijednosnih papira, svojim pravom na posredno držane vrijednosne papire ulagatelj raspolaže inicirajući odgovarajuće preknjižbe u evidencijama intermedijera. Tzv. knjigovodstvena odnosno elektronička namira sklopljenih transakcija, koju takav način držanja omogućuje neovisno o obliku vrijednosnih papira, uvjet je ispravnog funkcioniranja razvijenih financijskih tržišta.

Prednosti kod raspolaganja posredno držanim vrijednosnim papirima donekle zasjenjuju nedostaci takvog načina držanja vrijednosnih papira. Držeći ih posredstvom intermedijera, ulagatelji se izlažu rizicima (*e.g.* riziku intermedijera) i troškovima (*e.g.* skrbničkoj naknadi) koji bi ih mimoišli da vrijednosne papire drže neposredno. Tehnološki razvoj u kombinaciji sa sve slabijim protivljenjem dematerijalizaciji u pravi plan gura nedostatke, zbog kojih bi u dogledno vrijeme intermedijeri mogli izgubiti status nezaobilaznog dijela tržišne infrastrukture.

Možda i najveći nedostatak posrednog držanja pravni je rizik, kojem se izvrgavaju ulagatelji koji vrijednosne papire drže posredstvom intermedijera i sudionici transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima. Rizik je posljedica neodgovarajućeg (zastarjelog i međusobno neusklađenog) materijalnopravnog i kolizijskopravnog uređenja takvog načina držanja vrijednosnih papira, čak i kad je riječ o pravnim poretcima s razvijenim financijskim tržištima.

Rad sadrži usporedni prikaz pravnog uređenja nekoliko za posredno držane vrijednosne papire relevantnih pitanja u nekolicini za prekograničnu trgovinu značajnih pravnih izvora.

Istraživanje se temelji na normativističkoj, pravnodoktrinarnoj i komparativnoj analizi pravnih izvora u SAD-u, Ujedinjenoj Kraljevini, Njemačkoj, Austriji, Švicarskoj i Hrvatskoj te dva međunarodna izvora prava: Konvenciji o pravu mjerodavnom za određena prava u pogledu vrijednosnih papira koje drže posrednici i Konvenciji o materijalnim pravilima za posredovane vrijednosne papire. Posebna se pozornost posvećuje razlikama u materijalnopravnoj prosudbi naravi ulagateljevog prava, koje su glavni uzrok naglašenog pravnog partikularizma i posljedične pravne nesigurnosti.

Analizirajući razloge zbog kojih međunarodna nastojanja za usklađivanjem pravnog uređenja nisu polučila uspjeh, ne ispuštajući pritom iz vida rezultate istraživanja poredbenog prava, dolazi se do spoznaje da se u relevantnom dijelu međunarodno privatno pravo ne može ujednačiti dok se među državama ne uskladi materijalno pravo, i to na način da se ulagateljima uskrati status nositelja neposrednog stvarnog prava na vrijednosnim papirima. Tzv. stvarnopravna konstrukcija žiro prometa vrijednosnih papira, koja je svojstvena za njemačko pravo, pokazala se problematičnom i u slučajevima bez međunarodnog elementa. Materijalnopravni i kolizijskopravni sklad, koji je osobito važan kod u suvremeno doba vrlo zastupljenog prekograničnog držanja vrijednosnih papira, teško se može postići ne svede li se ulagatelja na nositelja (osnažene) tražbine prema svom intermedijeru.

Što se hrvatskog prava tiče, zagovara se autonomna intervencija hrvatskog zakonodavca radi što je moguće bržeg uklanjanja uočenih nedostataka i popunjavanja pravnih praznina u trenutno prilično oskudnom pravnom okviru.

Ključne riječi: *posredno držani vrijednosni papiri; intermedijeri; skrbnici; zbirna pohrana; skrbnički lanac; knjigovodstvena ili elektronička namira; dematerijalizacija; pravni rizici; prava ulagatelja; ovlast na vrijednosne papire; knjižni efekti; mjerodavno pravo; prekogranične transakcije; pravna harmonizacija*

Extended Summary

Overview and Research Context

In recent decades, indirectly held securities have become the dominant form of holding transferable securities in developed financial markets. Rather than being entered directly in the issuer's register or possessing the relevant securities certificate, investors hold their securities through intermediaries or custodians, with their legal position reflected primarily in the records maintained by the intermediary with whom they have a direct contractual relationship. The beginnings of this system can be traced to the nineteenth century, when it first emerged as an exception; it has since become the rule.

The interpolation of intermediaries has made the settlement of securities transactions significantly faster, cheaper and more reliable. The volume of trading on developed financial markets would not be achievable if transactions were settled by physical delivery of certificates or by making entries in the issuer's register. Instead, securities are transferred through book entries in accounts maintained by intermediaries, and settlement may be carried out on a net basis, substantially reducing the number of transfers required and accelerating completion. Where multiple investors deal through the same intermediary, settlement may be effected entirely within that intermediary's own records. Where they use different intermediaries, only the net balance needs to pass between higher levels of the custody chain.

The same advantages that make indirect holding operationally attractive create significant legal and practical disadvantages. Intermediation distances investors from issuers. Without the engagement of the intermediary, neither the issuer can fulfil its obligations to the investor nor the investor can enforce rights against the issuer, which may weaken shareholder participation and adversely affect corporate governance. Indirect holding also exposes investors to the intermediary's credit risk, the risk of unauthorised or abusive dispositions, and risks arising from inadequate or outdated legal framework. At the systemic level, there is a risk of so-called title inflation — the creation of an apparent surplus of securities relative to the quantity actually issued.

The most significant and structurally complex of these disadvantages is legal risk. Legal risk refers to the uncertainty that arises from inadequate, outdated or mutually inconsistent substantive or private international law rules, and it affects both domestic and cross-border transactions. In cross-border custody chains, where different levels of the chain may be governed by different legal systems, incompatibilities between national concepts of ownership,

entitlement, insolvency protection and priority may make it impossible to determine reliably what rights an investor holds and how those rights can be enforced.

Aim, Scope and Methodology

The primary aim of this thesis is to analyse the legal consequences that arise from holding securities through intermediaries. The research addresses the role, obligations and liability of intermediaries; the legal characteristics and consequences of collective custody; the allocation and effects of shortfalls in collective pools; the legal effects of book entries; the conditions for acquiring, disposing of and encumbering rights in indirectly held securities; the protection of investors in intermediary insolvency; the protection of good-faith acquirers; and the determination of the law applicable in cross-border custody arrangements.

The thesis is based on normative, legal-doctrinal and comparative analysis of relevant legislation, case law and legal doctrine. It examines the legal systems of the United States, the United Kingdom, Germany, Austria, Switzerland and Croatia, as well as the Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (the Hague Securities Convention) and the UNIDROIT Convention on substantive rules for intermediated securities (the Geneva Securities Convention). The comparative method is not used merely to identify differences and similarities between rules, but to assess their underlying functional rationale, their internal coherence and their compatibility in cross-border transactions.

The Croatian legal framework is examined both independently and in the light of comparative findings. The thesis supports autonomous legislative intervention by the Croatian legislature as an appropriate and timely method of eliminating the identified deficiencies without waiting for comprehensive international harmonisation.

Structural and Operational Features of Indirect Holding

The thesis addresses some of the features of the present-day indirect holding structure, such as involvement of intermediaries, collective custody, collective or global certificates, immobilisation or dematerialisation of securities, custody chains, centralisation of custody at a central securities depository and the legal risks to which this structure gives rise.

Collective custody involves the pooling of equivalent, or fungible, securities belonging to and/or received from different clients into a common portfolio. Unlike segregated custody, in which each client's securities are individually identified and kept separately, collective custody enables transfers between clients of the same intermediary to be effected by simple book entry, reducing settlement costs and improving efficiency. However, this collective

structure creates the risk that a shortfall arising from fraud, error or insolvency will be shared among all clients holding securities of the same type through the relevant intermediary.

Immobilisation and dematerialisation must be distinguished. Immobilisation removes individual certificates from circulation by placing them in the custody of an intermediary or central securities depository, whilst the rights they represent continue to be transferred by book entry. Dematerialisation entails replacing certificates (which are not issued) with electronic records from the outset. Both techniques facilitate book-entry settlement, but dematerialisation requires a specific legal and technological framework capable of supporting the creation, transfer and administration of rights that have no physical embodiment.

Intermediaries occupy a central position between issuers and investors. They maintain securities accounts, record book-entry transfers, administer corporate actions, collect dividends and interest, transmit issuer communications and facilitate the exercise of investors' governance and economic rights. Legal systems define intermediaries by reference to their authorisation, their safekeeping functions, their account-keeping activities or a combination of these criteria. The Hague and Geneva Securities Conventions adopt a broad functional approach, focusing on the regular keeping of securities accounts and the ability to transfer securities by book entry, irrespective of the intermediary's regulatory classification.

Custody chains arise as a result of the fact that not all intermediaries, let alone investors, are members of the central securities depository. The central securities depository typically occupies the highest position in the chain, serving as the central point for the safekeeping and settlement of securities and contributing to settlement efficiency. In non-transparent custody chains, intermediaries at higher levels generally do not know the identity of lower-level investors or the precise content of their rights, which is one of the reasons why investors are ordinarily unable to enforce rights directly against higher-level intermediaries or the issuer.

The Legal Nature of the Investor's Right

The thesis reveals that legal uncertainty stems primarily from substantially different perceptions of the legal nature of the right that the investor acquires in respect of collectively held securities. Legal systems are not aligned on whether the investor holds ownership, co-ownership, a trust or equitable interest, a sui generis statutory right, a “strengthened” contractual claim or some hybrid combining proprietary and obligatory elements. This misalignment is not merely terminological; it reflects fundamentally different legal traditions and approaches to the

relationship between property law and contract law, with direct consequences for investor protection, enforcement and cross-border compatibility.

Two broad models emerge from comparative analysis. Under the direct-ownership model, the investor retains a direct proprietary relationship with the securities in the collective pool, whilst the intermediary performs primarily custodial and administrative functions. Under the multi-tiered entitlement model, each participant in the custody chain holds a distinct right against its own intermediary, and the investor generally has no direct legal relationship with the issuer or with intermediaries higher in the chain.

English law traditionally structures indirect holding through the trust. The investor is generally treated as the beneficial owner whilst the intermediary holds legal title as trustee. In a multi-tier custody chain, only the top-level intermediary may hold legal title, while lower-level intermediaries and investors hold equitable interests of varying content. The investor's right combines contractual and proprietary elements, but enforcement is ordinarily directed against the immediate intermediary, reflecting the no-look-through principle and the bilateral nature of the trust relationship.

German and Austrian law traditionally rely on a statutory co-ownership model for securities held domestically in collective safe custody. The investor acquires a proportionate co-ownership interest in the collective portfolio, calculated by reference to the quantity or nominal amount of securities held for that investor relative to the total collective pool. Where securities are held abroad through a foreign custodian, however, the investor may instead hold a claim against the domestic bank, supported by a fiduciary structure, rather than a direct proprietary interest in the underlying securities.

United States law underwent a fundamental conceptual transformation through the 1994 revision of Article 8 of the Uniform Commercial Code. Investors ceased to be treated as co-owners of a fungible bulk and became instead "entitlement holders" vested with a securities entitlement — a statutory package of rights combining personal claims against the intermediary with a proportionate property interest in the financial assets held by that intermediary. The entitlement holder's right is not a traceable proprietary interest in individually identified securities but relates proportionately to the intermediary's aggregate position, prioritising settlement finality, market efficiency and protection against the intermediary's creditors. The security entitlement is generally enforceable only against the immediate intermediary; the

investor has no direct claim against the issuer or against a higher-level intermediary, and upper-tier attachment is expressly prohibited.

Swiss law similarly replaced the former co-ownership model through the Federal Intermediated Securities Act. Book-entry securities constitute a new statutory category of rights arising through the crediting of a securities account following the immobilisation of the underlying securities. They combine proprietary and obligatory characteristics: they are protected against the intermediary's creditors, good-faith acquirers are protected in specified circumstances, and priority is determined chronologically by the time of the disposition. FISA requires the underlying securities to be immobilised before book-entry securities can arise, thereby preventing the same rights from circulating simultaneously within and outside the intermediary system.

Harmonisation: The Hague and Geneva Securities Conventions

Harmonisation efforts on the global level resulted in two international instruments that pursue complementary objectives: the Hague Securities Convention and the Geneva Securities Convention. The Hague Securities Convention addresses private international law, replacing national conflict-of-laws rules with convention-based rules that give particular importance to the agreement between the relevant intermediary and the account holder and the place of the relevant intermediary (PRIMA). The Geneva Securities Convention addresses a selected set of substantive-law issues, including the rights of account holders, methods of acquiring and disposing of rights, priority, settlement-system rules and investor protection in intermediary insolvency, without prescribing a uniform doctrinal characterisation of the investor's right. Their objectives are complementary because conflict-of-laws rules cannot alone ensure legal certainty where the applicable substantive law is inadequate, outdated or irreconcilably different from the substantive law governing other links in the custody chain.

These efforts have largely failed to achieve their intended effect. The Geneva Securities Convention has still not entered into force because it has not received a sufficient number of ratifications, while the Hague Securities Convention, having been ratified by only three states, is rarely relied upon in practice. This limited uptake demonstrates how deeply entrenched differences between jurisdictions remain and how difficult they are to overcome. The relevant rules are too firmly embedded in the property, contract, insolvency and corporate-law traditions of national legal systems for complete formal convergence to be achievable in the foreseeable future.

Conclusions and Recommendations

The thesis concludes that transferable securities deserve a modern legal framework that accurately reflects the manner in which they are held and transferred. The international character of contemporary securities markets, which are increasingly characterised by the holding of securities through cross-border chains of custodians, necessitates the unification of conflict-of-laws rules and the harmonisation of substantive law across jurisdictions. The thesis argues that the unification of private international law cannot be achieved without the prior or simultaneous harmonisation of substantive law. It further contends that such harmonisation is unlikely to be successful unless investors are denied direct proprietary rights in securities. The so-called proprietary-law model of book-entry securities transfers, characteristic of German law, has proven problematic even in purely domestic situations. Achieving both substantive-law and conflict-of-laws harmony, which is particularly important in the context of the increasingly prevalent cross-border holding of securities, is likely only if investors are treated as holders of an enhanced claim against their intermediary.

The thesis calls for renewed efforts to advance harmonisation at the EU level in order to prevent harm that may arise from an inadequate legal framework. Such efforts should build upon the substantial body of knowledge generated during the preparation of the Hague Securities Convention and the Geneva Securities Convention.

The thesis also advocates the codification of the legal framework governing intermediated securities. The rationale is twofold: first, the existence of inconsistent and/or insufficiently clear case law; and secondly, the risks inherent in allowing the parties to securities custody agreements, whose bargaining power is often markedly unequal, to regulate their relationship entirely through contract. At the same time, the legal framework should not be so rigid as to prevent accommodation of the specific circumstances and needs of the contracting parties, for example where securities are held in custody in a third country that may be regarded as exotic from a capital-markets perspective.

Keywords: *indirectly held securities; intermediated securities; securities intermediaries; custodians; sub-custodians; collective safe custody; fungible securities; omnibus account; global certificate; immobilisation; dematerialisation; book-entry settlement; securities accounts; custody chain; central securities depository; beneficial ownership; co-ownership; trust; securities entitlement; book-entry securities; sui generis rights; title inflation; intermediary risk; intermediary insolvency; shortfall; no-look-through principle; upper-tier*

attachment; good-faith acquisition; priority; settlement finality; cross-border transactions; applicable law; Hague Securities Convention; Geneva Securities Convention; legal harmonisation; functional harmonisation; Croatian securities law.

Sadržaj

Bilješka o mentoru ii
Sažetak iii
Extended Summary v
Sadržaj xii
Popis kratica xv
1 Uvod 1
2 Karakteristike posrednog držanja vrijednosnih papira 13
2.1 Intermedijeri odnosno skrbnici 14
2.2 Zbirna pohrana vrijednosnih papira 21
2.3 Zbirne isprave o vrijednosnim papirima 24
2.4 Posredno držanje nematerijaliziranih vrijednosnih papira 28
2.5 Centralizacija zbirne pohrane i administriranja zbirno pohranjenih vrijednosnih papira 33
2.6 Pravni rizik povezan s posrednim držanjem 38
3 Narav prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira 50
3.1 Englesko pravo 68
3.2 Njemačko i austrijsko pravo 75
3.3 Američko pravo 93
3.4 Švicarsko pravo 104
3.5 Ženevska konvencija 120
4 Rizik intermedijera 129
4.1.1 Kreditni rizik intermedijera 132
4.1.2 Rizik intermedijerove zlouporabe 137
4.2 Englesko pravo 140
4.2.1 Kreditni rizik intermedijera 140
4.2.2 Rizik intermedijerove zlouporabe 142
4.3 Njemačko i austrijsko pravo 143
4.3.1 Kreditni rizik intermedijera 143
4.3.2 Rizik intermedijerove zlouporabe 146
4.4 Američko pravo 151
4.4.1 Kreditni rizik intermedijera 151
4.4.2 Rizik intermedijerove zlouporabe 156
4.5 Švicarsko pravo 161
4.5.1 Kreditni rizik intermedijera 161
4.5.2 Rizik intermedijerove zlouporabe 165
4.6 Ženevska konvencija 167
4.6.1 Kreditni rizik intermedijera 167
4.6.2 Rizik intermedijerove zlouporabe 169
4.7 Haška konvencija 171
5 Obveze i odgovornost intermedijera 172
5.1 Englesko pravo 179
5.1.1 Obveze 179
5.1.2 Odgovornost 189
5.2 Njemačko i austrijsko pravo 190
5.2.1 Obveze 190
5.2.2 Odgovornost 210
5.3 Američko pravo 214
5.3.1 Obveze 214
5.3.2 Odgovornost 224

5.4 Švicarsko pravo ... 226
5.4.1 Obveze ... 226
5.4.2 Odgovornost ... 239
5.5 Ženevska konvencija ... 242
5.5.1 Obveze ... 242
5.5.2 Odgovornost ... 256
6 Manjak vrijednosnih papira na zbirnoj pohrani ... 257
6.1 Englesko pravo ... 273
6.2 Njemačko i austrijsko pravo ... 275
6.3 Američko pravo ... 279
6.4 Švicarsko pravo ... 283
6.5 Ženevska konvencija ... 286
7 Raspolaganje pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ... 289
7.1 Englesko pravo ... 308
7.2 Njemačko i austrijsko pravo ... 314
7.2.1 Prijenos udjela u zbirnom portfelju ... 314
7.2.1.1 Prijenos po pravilima stvarnog prava ... 315
7.2.1.2 Prijenos udjela po pravilima depozitnog prava ... 328
7.2.2 Prijenos tražbine u podlozi WR-pripisa ... 331
7.2.3 Zalaganje udjela u zbirnom portfelju ... 332
7.2.4 Zalaganje tražbine u podlozi WR-pripisa ... 335
7.3 Američko pravo ... 335
7.4 Švicarsko pravo ... 345
7.5 Ženevska Konvencija ... 362
8 Zaštita kvalificiranih stjecatelja prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira 380
8.1 Englesko pravo ... 389
8.2 Njemačko i austrijsko pravo ... 395
8.3 Američko pravo ... 404
8.4 Švicarsko pravo ... 414
8.5 Ženevska konvencija ... 421
9 Mjerodavno pravo za posredno držane vrijednosne papire ... 427
9.1.1 Pristup proboja ... 436
9.1.2 PRIMA i Super-PRIMA ... 439
9.1.3 Pristup stranačke autonomije ... 444
9.1.4 Renvoi ... 448
9.1.5 Pristup „korak po korak“ ... 448
9.2 Europsko pravo ... 452
9.3 Englesko pravo ... 455
9.4 Njemačko i austrijsko pravo ... 457
9.4.1 Njemačko pravo ... 457
9.4.2 Austrijsko pravo ... 465
9.5 Američko pravo ... 468
9.6 Švicarsko pravo ... 472
9.7 Haška konvencija ... 472
10 Hrvatski pravni okvir ... 487
10.1 *De lege lata* ... 487
10.2 *De lege ferenda* ... 501
11 Zaključak ... 508
Popis literature ... 513
Bilješka o autoru ... 535

Popis kratica

ABB	(austrijski) Allgemeine Geschäftsbedingungen für Bankgeschäfte 2000, Revision 2004 und 2007
ABGB	(austrijski) Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch
AGB-B	(njemački) AGB-Banken
AR	(belgijski) Arrêté royal No 62 favorisant la circulation des valeurs mobilières iz 1967. godine
BC	(američki) Bankruptcy Code
BGB	(njemački) Bürgerliches Gesetzbuch
BundesschuldbuchV	(austrijski) Verordnung der Bundesregierung vom 13. Juli 1948 über die Einführung eines Bundesschuldbuchs (Bundesschuldbuchverordnung)
BSchuWG	(njemački) Bundesschuldenwesengesetz
BWG	(austrijski) Bankwesengesetz
CASS	FCA Handbook, Client Assets
CBF	Clearstream Banking Frankfurt AG
CBL	Clearstream Banking Luxembourg S.A.
COBS	FCA Handbook, Conduct of Business Sourcebook
CSDR	Uredba (EU) br. 909/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o poboljšanju namire vrijednosnih papira u Europskoj uniji i o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira te izmjeni direktiva 98/26/EZ i 2014/65/EU te Uredbe (EU) br. 236/2012
čl.	članak
dAktG	(njemački) Aktiengesetz
dDepotG	(njemački) Depotgesetz
Depotbekanntmachung	Bekanntmachung über die Anforderungen an die Ordnungsmäßigkeit des Depotgeschäfts und der Erfüllung von Wertpapierlieferungsverpflichtungen BaFina od 21. prosinca 1998.
DFO	Direktiva 2002/47/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 6. lipnja 2002. o financijskom kolateralu (zajedno s izmjenama)
DKN	Direktiva 98/26/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 19. svibnja 1998. o konačnosti namire u platnim sustavima i sustavima za namiru vrijednosnih papira (zajedno s izmjenama)
DRLKI	Direktiva 2001/24/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. travnja 2001. o restrukturiranju i likvidaciji kreditnih institucija (zajedno s izmjenama)
DRLDO	Direktiva 2001/17/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 19. ožujka 2001. o reorganizaciji i likvidaciji društava za osiguranje
DTC	Depositary Trust Company
EFMLG	European Financial Markets Lawyers Group
et seq.	i oni koji slijede
eWpG	(njemački) Gesetz über elektronische Wertpapiere
engl.	engleski jezik
EO	(austrijski) Exekutionsordnung
EUI	Euroclear UK and Ireland Limited

FCAR 2003	(engleski) The Financial Collateral Arrangements (No.2) Regulations iz 2003. godine
FDIA	(američki) Federal Deposit Insurance Act
FinalitätG	(austrijski) FinalitätGesetz
FinfraG	(švicarski) Finanzmarktinfrastrukturgesetz
FinSG	(austrijski) Finanzsicherheitengesetz
FISA	(švicarski) The Federal Intermediated Securities Act
FMLC	Financial Markets Law Committee
FMI(SF)R 1999	(engleski) Financial Markets and Insolvency (Settlement Finality) Regulations 1999 (zajedno s izmjenama)
G30	Group of Thirty
GS-pripis	Girosammel-pripis
HANFA	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HNB	Hrvatska narodna banka
IBSAR 2011	Investment Bank Special Administration Regulations 2011
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
KZ	(hrvatski) Kazneni zakon
LC	The Law Commission
LCG	Legal Certainty Group
LR	(FCA Handbook) Listing Rules
MiFID	MiFID I i/ili MiFID II
MiFID I	DIREKTIVA 2004/39/EZ EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata te o izmjeni direktiva Vijeća 85/611/EEZ i 93/6/EEZ i Direktive 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća te stavljanju izvan snage Direktive Vijeća 93/22/EEZ
MiFID II	DIREKTIVA 2014/65/EU EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 15. svibnja 2014. o tržištima financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (preinačena)
MiFID Delegirana Direktiva	DELEGIRANA DIREKTIVA KOMISIJE (EU) 2017/593 od 7. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi sa zaštitom financijskih instrumenata i novčanih sredstava koja pripadaju klijentima, obvezama upravljanja proizvodima i pravilima koja se primjenjuju na davanje ili primanje naknada, provizija ili novčanih ili nenovčanih koristi
MiFID Provedbena Direktiva	DIREKTIVA KOMISIJE 2006/73/EZ od 10. kolovoza 2006. o provedbi Direktive 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na organizacijske zahtjeve i uvjete poslovanja investicijskih društava i izraze definirane za potrebe te Direktive
njem.	njemački jezik
öAktG	(austrijski) Aktiengesetz
öBörseG	(austrijski) Börsegesetz 2018
öIPRG	(austrijski) Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht
öDepotG	(austrijski) Depotgesetz
OeKB CSD	Die Oesterreichische Kontrollbank CSD GmbHG
OR	(švicarski) Obligationenrecht

Pravilnik	(hrvatski) Pravilnik o organizacijskim zahtjevima i pravilima poslovnog ponašanja za obavljanje investicijskih usluga i aktivnosti
Provedbena Uredba	PROVEDBENA UREDBA KOMISIJE (EU) 2018/1212 od 3. rujna 2018. o utvrđivanju minimalnih zahtjeva za provedbu odredbi Direktive 2007/36/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu utvrđivanja identiteta dioničara, prijenosa informacija i olakšavanja izvršavanja prava dioničara
pt.	podtočka
r.	rečenica
RAO	The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001
RGD	(luksemburški) Réglement grand-ducal concernant la circulation des valeurs mobilières iz 1971. godine
SIB	Securities Investment Board
SIID	Direktiva 2009/138/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 25. studenoga 2009. o osnivanju i obavljanju djelatnosti osiguranja i reosiguranja (Solventnost II) (preinačeno)
SIPA	(američki) Securities Investor Protection Act
sIPRG	(švicarski) Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht
SKDD	Središnje klirinško depozitarno društvo d.d.
SPIC	Securities Investor Protection Corporation
SRD	DIREKTIVA 2007/36/EZ EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 11. srpnja 2007. o izvršavanju pojedinih prava dioničara trgovačkih društava uvrštenih na burzu
SRD II	DIREKTIVA (EU) 2017/828 EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 17. svibnja 2017. o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara
st.	stavak
StGB	(njemački) Strafgesetzbuch
SW	Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte
t.	točka
TA 2000	Trustee Act 2000
UCC 1978	(američki) Uniform Commercial Code (nakon novele iz 1978. godine)
UCC 1994	(američki) Uniform Commercial Code (nakon novele iz 1994. godine)
UI	UREDBA (EU) 2015/848 EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 20. svibnja 2015. o postupku u slučaju insolventnosti
USR 2001	(engleski) Uncertificated Securities Regulation 2001 SI 2001/3755
WAG 2007	Wertpapieraufsichtrechtgesetz
WpDVerOV	(njemački) Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und -Organisationsverordnung)
WR-pripis	Wertpapierrechnung-pripis

ZAIF	(hrvatski) Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, NN 21/2018, 126/2019, 110/2021, 83/2023, 152/2024
ZDMF	(hrvatski) Zakon o dobrovoljnom mirovinskim fondovima NN 19/2014, 29/2018, 115/2018, 156/2023, 52/2025
ZGB	(švicarski) Zivilgesetzbuch
ZIPVP	(hrvatski) Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima 107/1995, 142/1998, 87/2000, 84/2002
ZKN	(hrvatski) Zakon o konačnosti namire, NN 59/2012, 44/2016, 118/2020, 136/2024
ZOIFJP	(hrvatski) Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, NN 44/2016, 126/2019, 110/2021, 76/2022, 152/2024
ZOKI	(hrvatski) Zakon o kreditnim institucijama, NN 159/2013, 19/2015, 102/2015, 15/2018, 70/2019, 47/2020, 146/2020, 151/2022, 145/2024
ZOMF	(hrvatski) Zakon o obveznom mirovinskim fondovima NN 19/2014, 93/2015, 102/2015, 64/2018, 115/2018, 58/2020, 156/2023
ZOO	(hrvatski) Zakon o obveznim odnosima, NN 35/2005, 41/2008, 125/2011, 78/2015, 29/2018, 126/2021, 114/2022, 156/2022, 145/2023, 155/2023
ZTVP	(hrvatski) Zakon o tržištu vrijednosnih papira, NN 84/2002, 140/2005, 138/2006, 88/2008
ZPLKI	(hrvatski) Zakon o prisilnoj likvidaciji kreditnih institucija, NN 146/2020, 27/2024
ZPO	(njemački) Zivilprocessordnung
ZTD	(hrvatski) Zakon o trgovačkim društvima, NN 111/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 111/2012, 125/2011, 68/2013, 110/2015, 40/2019, 34/2022, 114/2022, 18/2023, 130/2023, 136/2024
ZTK	(hrvatski) Zakon o tržištu kapitala, NN 65/2018, 17/2020, 83/2021, 151/2022, 85/2024

1 Uvod

Unazad par desetljeća na razvijenim tržištima „prenosive“[1] vrijednosne papire[2] ulagatelji[3] dominantno drže[4] posredstvom intermedijera odnosno skrbnika.[5] Posredno držanje

[1] Za definiciju „prenosivih“ vrijednosnih papira v. čl 4. st. 1. t. (44) MiFID I.

[2] Za definiciju pojma „vrijednosni papiri“ u smislu njemačkog depozitnog prava v. čl. 1. st. 1. dDepotG; Scherer, Peter, u: Scherer, Peter, Depotgesetz (DepotG) [Kommentar], München, 2012 (u daljnjem tekstu: Scherer, Peter, Depotgesetz), § 1 Rd. 2 *et seq*; Rögner, Herbert, u: Scherer, Peter, Depotgesetz, § 5 Rd. 103, 104. Za definiciju pojma „vrijednosni papiri“ u smislu austrijskog depozitnog prava v. čl. 1. st. 1. öDepotG; Kammel, Armin J.; Jergitsch, Friedrich; Palla, Petra; Jöllinger, Christian, Praxishandbuch Depotrecht, Über die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren, Wien, 2020, str. 1-12 – 1-13, 5-3; Iro, Gert, u: Apathy, Peter, Iro, Gert, Koziol, Helmut (ured.), Österreichisches Bankvertragsrecht Band II: Konto und Depot, Wien, 2008, Rd. 4/21.

[3] Pojam „ulagatelj“ u tekstu se koristi za osobu koja snosi rizike i uživa koristi od ulaganja u vrijednosne papire. Budući da se posredno držani vrijednosni papiri odnosno prava glede takvih vrijednosnih papira evidentiraju na računu vrijednosnih papira, koji za ulagatelja vodi njegov intermedijer, ulagatelj je tzv. „imatelj računa“ (u smislu u kojem se taj pojam koristi u Ženevskoj konvenciji, Haškoj konvenciji i FISA-i). No, nije svaki imatelj računa ujedno i ulagatelj. Kod skrbničkog lanca, većinu imatelja računa nerijetko čine intermedijeri. U tom slučaju ulagatelj je tzv. „krajnji imatelj računa“ (u smislu u kojem se taj pojam koristi u Ženevskoj konvenciji). Krajnji je zato jer za ulagatelja račun vrijednosnih papira vodi najniža karika skrbničkog lanca. Moguće je da ni krajnji imatelj računa ne bude ulagatelj. To je onda kad vrijednosne papire odnosno prava ulagatelj ne drži osobno već posredstvom povjerenika ili zastupnika. O tome u kontekstu Ženevske konvencije v. Dupont, Philippe, Rights of the account holder relating to securities credited to its securities account, u: Conac, Pierre-Henri; Segna Urlich; Thévenoz, Luc (ured.), Intermediated Securities, The Impact of the Geneva Securities Convention and the Future European Legislation, Cambridge, 2013 (u daljnjem tekstu: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities), str. 93. Conac, Pierre-Henri, Rights of the investor, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 105. *et seq.* Paech, Philipp, Market needs as paradigm - breaking up the thinking on EU securities law, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 29. Kanda, Hideki *et al.*, DRAFT OFFICIAL COMMENTARY on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, UNIDROIT 2009, CONF. 11/2 -Doc. 5, Rd. 70., 84. Thévenoz, Luc, Who Holds (intermediated) Securities? Shareholders, Account Holders, and Nominees, Uniform Law Review 2010, str. 851. Segna, Urlich, Bucheffekten: Ein rechtsvergleichender Beitrag zur Reform des deutschen Depotrechts, Tübingen, 2018, str. 63. U njemačkom i austrijskom pravu dioničkih društava ulagatelji su dioničari, ako dionice drže za sebe. Kod dionica na ime, identitet dioničara proizlazi iz evidencija krajnjeg intermedijera, ne nužno iz registra dionica. O tome u njemačkom pravu v. Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, u: Goette, Wulf; Habersack, Mathias; Kalss, Susanne (ured.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Auflage, München 2019 (u daljnjem tekstu: Goette *et al.*, Münchener Kommentar), § 67a Rd. 38; § 67d Rd. 18; Noack, Urlich, Anlegerrechte bei mittelbar gehaltenen Wertpapieren. Bemerkungen zu dem Dreieck aus Emittent – Intermediär – Aktionär, Heinrich-Heine-University Duesseldorf – Faculty of Law – Center for Business and Corporate Law Research Paper Series, 0019 (07/2005), https://ssrn.com/abstract=807905, str. 7., 8., 10; u austrijskom pravu v. Kalss, Susanne, u: Goette *et al.*, Münchener Kommentar, § 67a Rd. 126 - 128.

[4] Pojam „držanje“ u tekstu se koristi u neutralnom, nepravnom smislu, koji ne impliciraju pravni položaj držatelja. O takvom značenju tog pojma v. Paech, Philipp, *op.cit.* (bilj. 3), str. 22.

[5] Potok, Richard, The Hague Securities Convention – closer and closer to reality, (2004) 15 JBFLP 204, str. 205. Hakes, Russell A., UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of the Day?, Loyola of Los Angeles Law Review, [Vol. 35:661 April 2002], str. 729. Facciolo, Francis J., Father Knows Best: Revised Article 8 and the Individual Investors, Florida State University Law Review, [Vol. 27:615 2000], str. 621. Goode, Roy; Kanda, Hideki; Kreuzer, Karl, Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (Hague Securities Convention), Hague, 2005, Rd. Int – 16 - 17; Bernasconi, Christophe, The Hague Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (Hague Securities Convention), Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., October 23 – 27, 2006, str. 5. Donald, David C., Disintermediating Securities Settlement, 2008, http://ssrn.com/abstract=1154850 (u daljnjem tekstu: Donald, David C., Disintermediating), str. 39. Schroeder, Jeanne L., Is Article 8 Finally Ready This Time? The Radical Reform of Securities Lending on Wall Street, 1994 COLUMBUS L. REV. 291, 205 (1994), str. 325. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability: A New Model of Transfer and Pledge of Interest in Securities controlled by Intermediaries, Cardozo L Review (1990) (u daljnjem tekstu: Mooney, Jr., Charles W., Beyond Negotiability), str. 319. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private

vrijednosnih papira, začeci kojeg sežu u 19. stoljeće, s vremenom je iz iznimke preraslo u pravilo.[6] Na tim tržištima zanemariv je broj ulagatelja koji takve vrijednosne papire drže

Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention, IMES Discussion Paper Series 2008-E-7, May 2008, http:///www.imes.boj.or.jp (u daljnjem tekstu: Mooney, Jr., Charles W., Law and Systems), str. 2. Mooney Jr., Charles W., Beyond Intermediation: A New (FinTech) Model for Securities Holding Infrastructures (2020). University of Pennsylvania Journal of Business Law, Vol. 22, p. 386, 2020, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 19-32, https://ssrn.com/abstract=3444269 (u daljnjem tekstu: Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model), str. 387. Rogers, James S., Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, 43 UCLA LAW REVIEW 1431 (1996), str. 1444. Combs, Valerie, U.C.C. Versus UNIDROIT, Alabama Law Review, [Vol. 58:2:399 2006], str. 399. Kuhn, Hans, u: Kuhn, Hans; Graham-Siegenthaler, Barbara; Thévenoz, Luc (ured.), The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and the Hague Securities Convention (HSC), Berne, 2010 (u daljnjem tekstu: Kuhn *et. al*, FISA & HSC), Prel. Cmts FISA Rd. 1; Mock, Sabine, Die Schweizer Bucheffekte, Der Erwerbstatbestand und seine Übertragbarkeit auf das deutsche Recht, Köln, 2016, Rd. 216; Liang, Wenwen, Title and Title Conflicts in respect of Intermediated Securities under English Law, Newcastle upon Tyne, 2013, str. 5. Vaaler, Bryn R., Revised Article 8 of the Mississippi UCC: Dealing Directly with Indirect Holding, Mississippi Law Journal, [Vol. 66 1996], str. 258., 267. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, UNIDROIT draft Convention and German securities law: friend or foe?, Journal of International Banking Law and Regulation, 2009, str. 470. Zaccaria, Elena Christine, Property rights in indirectly held securities: legal risks and future challenges, A thesis submitted to the Department of Law of the London School of Economics and Political Science for the degree of Doctor of Philosophy, London, April 2015, str. 10., 13, Steiner, Christoph; Büchi, Raffael, Vom Wertrecht zur Bucheffekte – Kristallisation aus dem Nichts?, GesKR, Vorabdruck aus 1 / 2007, str. 1. Kahan, Marcel; Rock, Edward, The Hanging Chads of Corporate Voting, The Georgetown Law Journal [Vol. 96:1227 2008], str. 1236. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 1. Kozey, Stephen J., The Hague Securities Convention: An Opportunity to Take the UCC Global, Georgetown Journal of International Law, [Vol. 46 2015], str. 1220. Heidenreich, Douglas R., Article Eight – Article Eight?, William Mitchell Law Review, [Vol. 22 Iss. 3 1996], str. 8. Haentjens, Matthias, Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law, UvA-DARE, Amsterdam, 2007 (u daljnjem tekstu: Haentjens, Matthias, Harmonisation), str. 32., 193. Gruson, Michael, Global Shares of German Corporations and Their Dual Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchange, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Arbeitspapier Nr. 87, str. 43. Micheler, Eva: Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, 2004, Wien (u daljnjem tekstu: Micheler, Eva, Wertpapierrecht), str. 292. Micheler, Eva, The No-look-through Principle: Investor Rights, Distributed Ledger Technology, and the Market, LSE Law, Society and Economy Working Papers 11/2021, https://ssrn.com/abstract=3871369 (u daljnjem tekstu: Micheler, Eva, No-look-through), str. 2. Micheler, Eva, Custody chains and asset values: why crypto-securities are worth contemplating, LSE Research Online, 2015, http://eprints.lse.ac.uk/62609 (u daljnjem tekstu: Micheler, Eva, Custody chains), str. 2. The Law Commission, Intermediated securities: who owns your shares? A Scoping Paper, London, 2020 (u daljnjem tekstu, LC, Scoping Paper), Rd. 1.2; Law Commission, The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, Further Updated Advice to HM Treasury, London, May 2008 (dalje u tekstu: LC, FUA), Rd. 1.1; Financial Markets Law Committee, Issue 58 – HAGUE CONVENTION ON THE LAW APPLICABLE TO CERTAIN RIGHTS OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY, Legal assessment of the arguments relating to the signing of the Hague Securities Convention – the need for, and the benefits of, the Hague Securities Convention, London 2005 (u daljnjem tekstu: FMLC, HSC), Rd. 2.8. Benjamin, Joanna, Stewardship and Collateral (May 17, 2017). LSE Legal Studies Working Paper No. 7/2017, https://ssrn.com/abstract=2969829 (u daljnjem tekstu: Benjamin, Joanna, Stewardship), str. 3. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., A transactional approach to the Hague Securities Convention, Capital Markets Law Journal, Vol. 3, No. 2, str. 111. Wood, Philip R., Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, London, 2007, Rd. 18-001; Zellweger-Gutknecht, Corinne, u: Domej, Tanja; Dörr Bianka; Hoffmann-Nowotny, Urs; Vasella, David; Zelger, Ulrich (ured.), Einheit des Privatrechts, komplexe Welt: Herausforderungen durch fortschreitende Spezialisierung und Interdisziplinarität (Vol. 2008)., Stuttgart, 2009., str. 90.

[6] Podjela načina držanja vrijednosnih papira na neposredno i posredno provedena je po činjeničnom, a ne pravnom kriteriju. O kojem je načinu držanja riječ ovisi isključivo o (ne)sudjelovanju intermedijera. Na način držanja ne utječu posljedice polaganja vrijednosnih papira na pohranu na ulagateljev pravni položaj. Iako široko zastupljena, takva podjela u pravnoj književnosti nije nesporna niti je općeprihvaćena. Zamjera joj se korištenje pojma „posredno", koji može navesti na zaključak o prekidu neposrednog odnosa između izdavatelja i ulagatelja te o ulagateljevom gubitku neposrednog prava na vrijednosnim papirima položenim na pohranu. Ambivalentnost pojma nije sporna. Nesporna je, međutim, i posrednička uloga intermedijera, koju je o prepoznao i hrvatski

neposredno upisujući se u registre izdavatelja (kad je riječ o vrijednosnim papirima na ime)[7] odnosno neposredno posjedujući isprave (kad je riječ o vrijednosnim papirima na donositelja).[8] Upisani u takve registre i neposredni posjednici takvih isprava većinom su intermedijeri, koji vrijednosne papire neposredno drže za svoje klijente.[9] Potonji ih drže posredno bilo za sebe,

zakonodavac nazvavši ih posrednicima. Govoriti o neposrednom držanju vrijednosnih papira preko posrednika zvuči kao oksimoron. Upitno je, stoga, što je terminološki ispravnije, odnosno manje zbunjujuće. O terminološkim izazovima podrobnije v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 61. – 62. U hrvatskoj pravnoj književnosti dominira shvaćanje po kojem podjelu na posredno i neposredno držanje određuje utjecaj davanja vrijednosnog papira u skrbništvo na ulagateljev status zakonitog imatelja tog vrijednosnog papira. O tome v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti nematerijaliziranih vrijednosnih papira povjerenih u skrbništvo, u: Slakoper, Zvonimir (ured.), Bankovni i financijski ugovori, Rijeka, 2007. (u daljnjem tekstu: Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti), str. 981. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Ostvarivanje prava glasa po dionicama u skrbništvu, u: Čulinović-Herc; Edita, Jurić; Dionis; Žunić Kovačević, Nataša (ured.), Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije, Rijeka, 2011. (u daljnjem tekstu: Markovinović, Hrvoje, Tepeš, Nina, Ostvarivanje prava glasa), str. 345. – 347. Čulinović-Herc, Edita; Zubović, Antonija; Derenčinović Ruk, Morana, BLOCKCHAIN TEHNOLOGIJA - PREMA NOVOM REGULATORNOM OKVIRU ZA TOKENIZIRANE VRIJEDNOSNE PAPIRE, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 42, br. 2, str. 323 – 342, 2021. (u daljnjem tekstu: Čulinović-Herc *et al.*, Blockchain), str. 325. Kunda, Ivana, Ostvarivanje članskih prava u sustavu prekograničnog držanja dionica putem posrednika, u: Čulinović-Herc; Edita, Jurić; Dionis; Žunić Kovačević, Nataša (ured.), Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije, Rijeka, 2011., str. 307.

[7] U nekim pravima kontinentalnoeuropskog pravnog kruga, poput njemačkog, ulagatelji se u registar dionica na ime ne upisuju samo onda kad takve dionice drže neposredno. Iako se nerijetko upisuju skrbnici kao tzv. „legitimacijski dioničari" (njem. *Legitimationsaktionäre*), njemačko pravo ne isključuje mogućnost upisa „pravih" dioničara, unatoč tome što su im dionice pohranjene kod skrbnika. O skrbnicima kao legitimacijskim dioničarima u njemačkom pravu v. Koch, Jens, Aktiengesetz, 16. Auflage, München 2022, § 67 Rd. 11, 15, § 135 Rd. 6, 43 – 44; Bayer, Walter, u: Goette *et al.*, Münchener Kommentar, § 67 Rd. 24. O razlici spram skrbnika u ulozi tzv. „čuvatelja mjesta" (njem. *Platzhalter*) v. Koch, Jens, Aktiengesetz, 16. Auflage, München 2022, § 67 Rd. 59; Bayer, Walter, *ibid*, § 67 Rd. 25. O upisanim skrbnicima kao povjerenicima dioničara v. Lieberam-Schmidt, Sabine, Die Stimmrechtsvertretung im Aktien- und GmbH-Recht, Dissertation zur Erlangung des Grades des Doktors des Rechts des Fachbereiches Wirtschaftswissenschaften, Wirtschaftsinformatik und Wirtschaftsrecht der Universität Siegen, Fachrichtung Deutsches und Europäisches Wirtschaftsrecht, 2010, str. 58. Za razliku po tom pitanju između američkog i njemačkog prava v. Wust, Bernd, Die grenzüberschreitende Verbuchung von Wertpapieren, Möglichkeiten und Grenzen moderner Kollisionsnormen im Hinblick auf unterschiedliche materiellrechtliche Berechtigungen an Wertpapieren, Berlin, 2011, str. 57., 234.

[8] O neposredno držanim vrijednosnim papirima u kontekstu Haške konvencije v. Ege, Reinhard, Das Kollisionsrecht der indirekt gehaltenen Wertpapiere, Schriften zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht, Berlin, 2006, str. 139. Za upis u tzv. „popis dioničara" (engl. *shareholder list*) samo onih ulagatelja koji dionice drže direktno v. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 266. Gruson, Michael *op.cit*. (bilj. 5), str. 33. O, u prošlosti dominantnom, neposrednom držanju vrijednosnih papira, koje se ogleda kroz ulagateljev posjed isprava odnosno upis ulagatelja u izdavateljev registar v. Gullifer, Louise (ured.), Goode on Legal Problems of Credit and Security, Fourth edition, London, 2008, Rd. 6.02; Alexander, Kern, A Uniform Choice of Law Rule for the Taking of Collateral Interests in Securities: Using Private Law Approaches to Reduce Credit and Legal Risk in Financial Systems, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 211, September 2011, str. 6. Khimji, Mohamed F., Intermediary credit risk - a comparative law analysis of property rights in indirectly held securities, Journal of Business Law, 2005, str. 291. Khimji, Mohamed F., The Role of Legal Concepts in Commercial Law: Comments on Spink, Rogers and Scavone, Canadian Business Law Journal, [Vol. 45 2007] (u daljnjem tekstu: Khimji, Mohamed F., The Role) , str. 98. Haentjens, Matthias, The Law Applicable to Indirectly Held Securities: the Plumbing of International Securities Transactions, Hazelhoff Research Paper Series No. 1, Hazelhoff Centre for Financial Law Leiden Law School, https://ssrn.com/abstract=2436904 (u daljnjem tekstu: Haentjens, Matthias, The Law Applicable), str. 11. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 11. – 14., 24; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.15; Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1217.

[9] Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities, Duke Journal of Comparative & Intentional Law, Vol 12:309, 2002, str. 310. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str.

kad je riječ o ulagateljima, ili za svoje klijente, kad je također riječ o intermedijerima. Posredno držanje u većini slučajeva (*i.e.* u tzv. netransparentnim sustavima) dovodi do toga da se ulagatelji upisuju isključivo u evidencije neposrednog intermedijera.[10] Što zbog ograničene mogućnosti direktnog članstva u središnjem depozitoriju odnosno sustavu za namiru kojim upravlja središnji depozitorij, što zbog običaja da se vrijednosni papiri ne iznose izvan granica države po pravu koje su izdani, nije redak slučaj da između izdavatelja i ulagatelja ne postoji (jedan) intermedijer već skrbnički lanac.

Ulagateljevo distanciranje od isprava o vrijednosnim papirima i izdavateljevog registra vrijednosnih papira ima svoje prednosti i nedostatke. Udio posredno držanih u ukupnoj količini prenosivih vrijednosnih papira navodi na zaključak o potpunoj dominaciji prednosti, od kojih nedostaci ne mogu doći do izražaja. S druge strane, pravna književnost prožeta je osvrtima i stručnim analizama koje relativiziraju prednosti posrednog držanja naglašavajući njegove nedostatke. Za razliku od nedostataka, koji su barem ostali jednaki, prednosti posrednog držanja donekle su izgubile na važnosti razvojem tehnologije koja omogućuje prijenos i obradu velike količine podataka u realnom vremenu uz zanemarive troškove i minimalni rizik pogreške.

Interpolacija intermedijera olakšala je, ubrzala i pojeftinila namiru transakcija s vrijednosnim papirima. Današnji volumen trgovanja na razvijenim svjetskim tržištima ne bi bio moguć da se transakcije namiruju prijenosnom neposrednog posjeda isprava o vrijednosnim papirima ili preknjižbama u registru izdavatelja (tzv. „namira na bazi papira“ (engl. *paper-*

298. Za američko pravo v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 685. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 24., 40. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 622. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 7. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, Transfer, Pledge, Clearance and Settlement in the Japanese and United States Government Securities Market, U. Pa. J. Int'l Bus. L., [Vol. 12:4 1991], str. 534. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 33. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 31. - 32. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 51., 234.

[10] U takvim sustavima uvid u evidencije izdavatelja i ostalih intermedijera u lancu ne razotkriva postojanje, sadržaj i opseg takvog prava konkretnog ulagatelja. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 18; Guynn, Randall D., Modernising Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws: A Discussion Paper on the Need for International Harmonization with Responding Comments (1996), London, 1996, str. 23. Löber, Klaus M., u: Scherer, Peter, Depotgesetz, § 3 Rd. 5; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 121; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, The Law of Global Custody: Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral, Fourth Edition, 2016, Rd. 1.5; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 27. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 43. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-5. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 292. Johansson, Erica, Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity, Springer, 2009, str. 43., 46. Kanda, Hideki et al., *op.cit.* (bilj. 3), Rd. 52; Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1239. Beeler, Lukas, Bucheffekten, Übertragung, Stornierung und gutgläubiger Erwerb, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 317, Dike Verlag AG, Zürich / St. Gallen 2013, Rd. 149; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 49., 234. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 14., 17. Donald, David C., Einige Nachteile der "Intermediated" Wertpapierabwicklung und deren Überwindung, 33 DAJV Newsl. 169 (2008) (u daljnjem tekstu: Donald, David C., Nachteile), str. 173. O tome kritički Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., Intermediated Securities Holding Systems Revisited: A View Through the Prism of Transparency (2019)., Faculty Scholarship at Penn Carey Law. 2070. https.//scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2070, str. 2. *et seq*.

based settlement)).[11] Preuzevši namiru na sebe, intermedijeri su sustav učinili prohodnim i funkcionalnim. Prijenos neposrednog posjeda isprava radno je i vremenski zahtjevan - a time i skup - postupak, koji je skopčan s rizicima gubitka, krađe i krivotvorenja vrijednosnih papira.[12] Neusporedivo je lakše, brže i jeftinije namiru provesti – umjesto predajom isprava o vrijednosnim papirima u neposredan posjed stjecatelja - preknjižbom u evidencijama

[11] Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1237. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 27., 45. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1219. Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 400. Geis, George S., Traceable Shares and Corporate Law, 113 Nw. U. L. Rev. 227 (2018), https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/nulr/vol113/iss2/1, str. 235. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-004; Američko pravo već dulje vrijeme ne dopušta „namiru na bazi papira" kad je riječ o transakcijama između brokera-*dealera* s vrijednosnim papirima koji su prihvatljivi središnjem depozitoriju. O tome v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 13., 18. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Donald, David C., Heart of Darkness: The Problem at the Core of the US Proxy System and its Solution (October, 25 2010). Centre for Financial Regulation and Economic Development Working Paper No. 1/2010, SSRN: https://ssrn.com/abstract=1697606 (u daljnjem tekstu: Donald, David C., Heart of Darkness), str. 10., 13. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 172. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1445. Englesko pravo zahtijeva da „izlistani" (vlasnički) vrijednosni papiri budu prikladni za elektroničku namiru (LR 6.1.23R). O tome v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 9.3; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 291. Sukladno čl. 3. CSDR, europski izdavatelji prenosivih vrijednosnih papira koji su primljeni u trgovanje ili kojima se trguje na mjestima trgovanja obvezni su osigurati da se ti vrijednosni papiri pojavljuju kao elektronički zapisi, bilo slijedom imobilizacije ili zbog izdavanja u nematerijaliziranom obliku. O tome v. Bauer, Florian, u: Kümpel, Siegfried; Mülbert, Peter O.; Früh, Andreas; Seyfried, Thorsten, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage, Köln, 2022, Rd. 18.146; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 3-2. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 109. – 110., 606.

[12] O nedostacima „namire na bazi papira" v. Benjamin, Joanna, Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets, Oxford, 2008, Rd. 1.68; Group of Thirty, Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets, New York & London, 1989, str. 46. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 16. Thévenoz, Luc, Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law, Duke Law School Legal Studies, Research Paper Series, Research Paper Series, Research Paper No. 170, September 2007, http://ssrn.com/abstract=1008859, str. 3. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 8., 10. *et seq.* Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 8. - 9. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 2., 6. *et seq.* Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., Multilateral Transparency for Securities Markets through DLT (July 26, 2019), The Chinese University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2019 - 05, https://ssrn.com/abstract=3352293, str. 111. Gullifer, Louise, Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation, u: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities, Legal Problems and Practical Issues, Oxford and Portland, Oregon, 2010 (u daljnjem tekstu: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities), str. 1. – 2. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 7. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 8.6; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 255. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 555. – 556. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 291. Khimji, Mohamed F., The *Securities Transfer Act* – The Radical Reconceptualization of Property Rights in Investment Securities, Alberta Law Review (2007) 45:1 (u daljnjem tekstu: Khimji, Mohamed F., STA), str. 140. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 12. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 33. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 45. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 133. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.4; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 18. Chan, Diana, Fontan, Florence, Rosati, Simonetta, Russo, Daniela, The Securities Custody Industry (August 2007), ECB Occasional Paper No. 68, https://ssrn.com/abstract=977359 (u daljnjem tekstu: Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry), str. 6. Guttman, Egon, Transfer of Securities: State and Federal Interaction, Cardozo Law Review, [Vol. 12:437 1990] (u daljnjem tekstu: Guttman, Egon, Transfer), str. 437. Smith, Richard B., A Piece of Paper, The Business Lawyer, April 1970, str. 924. *et seq*. Nedostaci „namire na bazi papira" manifestirali su se na američkom tržištu kapitala krajem šezdesetih godina prošlog stoljeća stvorivši fenomen koji se u literaturi naziva „zakrčenost papirima" (engl. *paper crunch*). Značajan porast dnevnog volumena na njujorškoj burzi, koji nije pratilo odgovarajuće povećanje kapaciteta za namiru sklopljenih transakcija, rezultirao je značajnim kašnjenjima s namirom. Nagla ekspanzija zagušila je skromnu tržišnu infrastrukturu učinivši je gotovo neprohodnom i ugrozivši funkcioniranje cjelokupnog tržišta vrijednosnih papira.

intermedijera u korist stjecateljevog računa vrijednosnih papira (tzv. „knjigovodstvena odnosno elektronička namira“ (engl. *book-entry system of settlement*, *electronic settlement; elektronische Abwicklung des Effektenhandels*))[13].[14] Takve preknjižbe obilježje su modernog „žiro prometa vrijednosnih papira“ (njem. *Effektengiroverkehr*) i jedini način kako se namiruju transakcije s posredno držanim vrijednosnim papirima.[15] Potreba da sve preknjižbe provede izdavatelj ili osoba koja za njega vodi registar rezultirala bi zastojem i, u konačnici, potpunim kolapsom trgovine vrijednosnih papira. Interpolacija više intermedijera povezanih u skrbnički lanac, svaki od kojih vrijednosne papire drži na zbirnom računu kod svog intermedijera, dovodi do znatnog rasterećenja jer se u evidencijama intermedijera na višoj kariki preknjižba provodi samo kad neposredni sudionici transakcije (*e.g.* otuđitelj i stjecatelj) nisu klijenti istog intermedijera (*i.e.* kad nije riječ o tzv. kućnoj transakciji)[16], i to samo u mjeri u kojoj je to

[13] Za takav način namire u pravnoj književnosti koriste se različiti nazivi. *Rogers* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1445.) rabi pojam „knjigovodstvena namira“; *Benjamin*, *Khimji* i *Heider* (Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.69 - 1.70; Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 287. Heider, Karsten, u: Goette *et al.*, Münchener Kommentar, § 10 Rd. 11) odabrali su pojam „elektronička namira“; u njemačkoj pravnoj književnosti (Scherer, Peter, Martin, Christian, u: Scherer, Peter, Depotgesetz, § 9a Rd. 19; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 7) može se susresti fraza „durch Buchungsvorgänge übertragen“ odnosno „durch Buchungen übertragen“.

[14] Za pogodnosti takvog načina namire v. i The Law Commission, Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, London, 2006, 1. seminar (dalje u tekstu: LC, 1. seminar), Rd. 1.34; The Law Commission, Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, London, 2006, 3. seminar (u daljnjem tekstu: LC, 3. seminar), Rd. 1.21 – 1.24; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.20; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, Interests in Securities: Practical Problems and Conceptual Solutions, u: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities, str. 35. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 312. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 16. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.27, 8.7; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 69; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 40. – 41. Hess, Martin, Friedrich, Alain, Das neue Bucheffektengesetz (BEG), Hinweise auf Grundlagen und praktische Auswirkungen, GesKR 2/ 2008, str. 99., 102. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 143. Reitz, Curtis R., Reflections on the Drafting of the 1994 Revision of Article 8 of the US Uniform Commercial Code, Unif. L. Rev. 2005 -1/2, str. 359. Brown, Jr., J. Robert, The Shareholder Communication Rules and the Securities and Exchange Commission: An Exercise in Regulatory Utility or Futility?, The Journal of Corporation Law, Winter 1988, str. 688. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 111. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 141.

[15] O „žiro prometu vrijednosnih papira“ u njemačkom pravu Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 1, 16, 20; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.47, 18.104 – 18.105; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 9. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 51. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 24; u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/44; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 17. Schacherreiter, Judith, Das neue österreichische Kollisionsrecht des Effektengiroverkehrs, ÖBA 2005, str. 336. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), Kommentar zum Allgemeinen Bürgerlichen Gesetzbuch, MANZ-Verlag 2004, Rd. 5; Wieselmann, Paul, Entmaterialisierung von Wertpapieren – mit besonderem Augenmerk auf die Aktien, Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Rechtswissenschaften an der Universität Graz, Jänner 2025, str. 58., 74. O tome kako se namiruju transakcije s posredno držanim vrijednosnim papirima v. Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 5. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int–29; LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.63; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.11; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 80; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 47., 444. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 18. Guttman, Egon; Lemke, Thomas P., The Transfer of Securities in Organized Markets: A Comparative Study of Clearing Agencies in the United States of America, Britain and Canada, Osgoode Hall Law Journal, [Vol. 19, No. 3 1981], str. 412. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 111. O takvim preknjižbama v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.6.

[16] O tzv. „internalizaciji“ namire kod kućnih transakcija v. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 23. *et seq*. U tom slučaju namira se provodi samo u evidencijama zajedničkog intermedijera, ne i u evidencijama središnjeg depozitorija. O tome v. i Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-044; O zbirnim računima podrobnije *infra,* str. 29., 271.

potrebno nakon što se obračunaju (*i.e.* netiraju) sve transakcije sklopljene na isti dan među klijentima istog intermedijera na toj kariki.[17]

Raspolaganje vrijednosnim papirima u nekim slučajevima zahtijeva angažman intermedijera. Ulagatelji koji nemaju direktan pristup uređenim tržištima vrijednosnih papira (a to je velika većina) mogu im pristupiti samo posredstvom intermedijera (*i.e.* brokera) u ulozi komisionara.[18] Radi izvršenja komisionog naloga na prodaju, intermedijeri primaju vrijednosne papire od komitenta da bi ih (direktno ili indirektno) isporučili kupčevom komisionaru. Izvršavajući komisioni nalog na kupnju intermedijeri primaju vrijednosne papire od (direktno ili indirektno) prodavateljevog komisionara radi isporuke komitentu. Dok ih ne isporuče komitentu odnosno kupčevom komisionaru primljene vrijednosne papire intermedijeri drže (u nekim pravnim poretcima, na pohrani) za ulagatelja, od koga su ih primili odnosno kome ih trebaju isporučiti. Zbog kratkih rokova za namiru, neposredno držanje posebno je otegotno aktivnim trgovcima, koji vrijednosne papire kupuju odnosno prodaju često i u velikim količinama.[19] Osim u svrhu otuđenja, držanje posredstvom intermedijera olakšava i ubrzava raspolaganje vrijednosnim papirima u svrhu opterećenja. Vrijednosni papiri koje drži na pohrani intermedijeru mogu poslužiti za osiguranje tražbine prema ulagatelju na otplatu maržnog zajma iskorištenog za stjecanje tih vrijednosnih papira.[20]

Pogodnosti kod raspolaganja posredno držanim vrijednosnim papirima donekle zasjenjuju nedostaci držanja vrijednosnih papira posredstvom intermedijera. Intermedijacija može negativno utjecati na prava ulagatelja i zaštitu koju ona uživaju.[21] Distanciranje od isprava

---

[17] Garvin, Larry T., The Changed (and Changing?) Uniform Commercial Code, Florida State University Law Review, [Vol. 26:285 1999], str. 315. – 316. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 8. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 256., 258. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.91(1); Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 18. Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 993. Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-035; Kunda, Ivana, Haška konvencija o pravu mjerodavnom za određena prava u pogledu vrijednosnih papira koje drže posrednici, Državljanstvo i međunarodno privatno pravo/Haške konvencije 5. Beograd: Pravni fakultet u Beogradu/Službeni glasnik, 2007., str. 298. – 299. O čimbenicima koji se tiču troškova i učinkovitosti kao uzrocima pojave skrbničkih lanaca v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3.

[18] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 495., 497. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities: Views from the United States and Japan, u: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities, str. 72., 74. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.1; Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 104

[19] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 673. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 308., 316. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 55.

[20] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 495., 497. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 308. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 55. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 533.

[21] Za tezu da je slabljenje prava i zaštite neminovno v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.34. O značajnom utjecaju intermedijacije na mogućnost ulagatelja da ostvaruju ta prava v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj.), Rd. 1.23 – 1.24, 8.39, 10.1. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 104. Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 413. – 414. O mogućnosti da posredno držanje znatno umanji vrijednost

o vrijednosnim papirima i registra vrijednosnih papira ulagatelja udaljuje od izdavatelja. Čak i kad ne dovodi do formalnog prekida direktnog odnosa, intermedijacija onemogućuje da ga strane samostalno i neposredno ostvaruju. Bez angažmana intermedijera izdavatelj ne može ispuniti svoje obveze prema ulagatelju (*e.g.* dostaviti mu materijale za predstojeću glavnu skupštinu) niti ulagatelj može ostvariti svoja prava od izdavatelja (*e.g.* glasovati na glavnoj skupštini).[22] Takva nemogućnost negativno djeluje na korporativno upravljanje dioničkih društava.[23] Uz to što ga udaljuje od izdavatelja vrijednosnih papira, posredno držanje ulagatelja

imovine u odnosu na onu koju bi imala da je ulagatelj drži neposredno v. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. Micheler, Eva, Intermediated Securities and Legal Certainty, LSE Law, Society and Economy Working Papers 3/2014, http://ssrn.com/abstract=2336889 (u daljnjem tekstu: Micheler, Eva, Legal Certainty), str. 6. - 7., 24. O utjecaju solventnosti intermedijera na položaj ulagatelja, koji – drugačije nego kod neposrednog držanja – ne ovisi samo o pravima iz vrijednosnih papira, v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 35.

[22] Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 267. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 43., 46. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 295. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 101., 112., 232. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 3), str. 847. Brown, Jr., J. Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 694., 724. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-035; Beller Alan L.; Fisher, Janet L., The OBO/NOBO Distinction in Beneficial Ownership: Implications for Shareowner Communications and Voting, Council of Institutional Investors, Washington, D.C., 2010, str. 7. Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 92; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 111. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht als Schuldrecht; Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr, Tübingen, 1995 (u daljnjem tekstu: Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht), str. 262. Iznimno, u njemačkom pravu postoji takva mogućnost kad je riječ o ulagateljima upisanim u registar dionica na ime. No, i u tom slučaju intermedijeri su nezaobilazni faktor. Iako prava i obveze prema izdavatelju ulagatelj ostvaruje direktno, u registar dionica upisuje se na temelju podataka koje izdavatelju dostavi intermedijer. O ulozi intermedijera (uključujući središnji depozitorij) kod upisa ulagatelja (*i.e.* dioničara) u registar dionica na ime po njemačkom pravu v. Bayer, Walter, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 105 – 106; Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 46, 52; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 220.

[23] Razlog tome nezainteresiranost je onih koji mogu ostvarivati upravljačka prava iz dionica direktno od izdavatelja – bilo zato jer im *de iure* pripadaju ili zato jer im položaj na najvišoj kariki skrbničkog lanca to *de facto* omogućuje – i nemogućnost zainteresiranih da samostalno daju osobni doprinos korporativnom upravljanju. Intermedijeri načelno nisu zainteresirani za ostvarivanje upravljačkih prava jer im ne pripada korist od dobrog korporativnog upravljanja niti snose posljedice lošeg korporativnog upravljanja. Ulagatelji ne mogu ostvarivati upravljačka prava iz dionica direktno od izdavatelja bilo zato što *de iure* nisu njihova ili zato što ih pozicioniranje intermedijera na najvišoj kariki skrbničkog lanca kao imatelja vrijednosnih papira lišava aktivne legitimacije. O tome v. Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 188. Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1263. *et seq.* Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 5. – 6. Marjosola, Heikki, Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project, Helsinki Legal Studies Research Paper No. 70, https://ssrn.com/abstract=3897849, str. 7. O teškoćama vezanim uz ostvarivanje prava glasa, uključujući problematiku „izgubljenih glasova" v. Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 198. - 199. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 20. – 21. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 24. – 25., 28., 40. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 25., 121. Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1248. *et seq.* LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.55 *et seq*. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. – 5. Brown, Jr., J. Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 784. Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 248. *et seq*. O teškoćama vezanim uz ostvarivanje prava na obaviještenost u vidu zaobilazne, bitno sporije i skuplje komunikacije između izdavatelja i ulagatelja, v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 21., 25. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 18., 20., 26., 32. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 17. *et seq.*, 24., 26., 40. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 170., 173. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 364. – 365. Brown, Jr., J. Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 685., 726. -727. Beller Alan L., Fisher, Janet L., *op.cit*. (bilj. 22), str. 11.

izvrgava specifičnim rizicima.[24] Prvi od njih rizik je intermedijera (engl. *intermediary risk*, *custody risk*; njem. *Verwahrungsrisiko*).[25] Ulagatelji snose kreditni rizik intermedijera ako su vrijednosni papiri koje intermedijer drži na pohrani nadohvat njegovih vjerovnika (bilo u stečaju ili izvan njega). Rizik intermedijerove zlouporabe ulagatelji snose jer vrijednosnim papirima koje drži na pohrani intermedijer može valjano raspolagati čak i kad time nadilazi ovlaštenje ili krši obvezu. Dodatni uzrok rizika za ulagatelje zastarjelo je, odnosno neodgovarajuće pravno uređenje posrednog držanja vrijednosnih papira i raspolaganja posredno držanim vrijednosnim papirima.[26] Rizik za sustav u cjelini, a ne samo za pojedinog ulagatelja, proizlazi i iz mogućnosti da intermedijer provedbom pripisa na račune vrijednosnih papira koje ne prate odgovarajuća terećenja stvori privid većeg broja vrijednosnih papira nego što u stvarnosti postoji (engl. *title inflation*; njem. *Aufblähen der Wertpapierbestände*).[27] Neke od tih rizika ne može se izbjeći niti bi ih - po mišljenju *Law Commission* - trebalo izbjegavati.[28]

---

[24] LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.2; Mooney Jr., Charles W.; Rocks, Sandra M.; Schwartz, Robert S., An Introduction to the Revised U.C.C. Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities, The Business Lawyer; Vol. 49, August 1994 (u daljnjem tekstu: Mooney *et al.*), str. 1894. Za pregled tih rizika iz perspektive *Law Commissiona* v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.35. Ti rizici posljedica su – po mišljenju *Law Commissiona* – mogućnosti nastanka konkurirajućih prava u korist intermedijerovog intermedijera ili osoba s kojima intermedijer stupa u ugovorne odnose u svezi s pohranjenim vrijednosnim papirima. O tome v. i Thévenoz, Luc, The Geneva Securities Convention: objectives, history, and guiding principles, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 7. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 36. – 37. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 360., 362.

[25] Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 4. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 300. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 72. Kuhn, Hans, The Geneva Securities Convention and the Swiss intermediated securities law reform, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 296. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 43. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 73. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 119. *et seq*. The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001, str. 18. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 33. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 12. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-015: Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Uz rizik intermedijera *Liang* spominje operativni rizik *e.g.* kvara računalnog sustava. O kreditnom riziku intermedijera v. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 293. – 294.

[26] Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 5. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.13; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 36; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 75. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 25), str. 18. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 299. – 300. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 309. – 310.

[27] Za rizik inflacije v. Graham-Siegenthaler, Barbara, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 1 Rd. 10; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 280. – 281. Roth, Günter H., Das zukünftige Recht der Bucheffekten, ÖBA 9 / 2011, str. 612. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 156. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 176. Po mišljenju njemačke doktrine (Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), 2012, § 9a Rd. 19, 36), takav rizik inherentan je povjereničkom modelu, dok kod stvarnopravnog modela ne postoji jer stjecanje vlasništva vrijednosnih papira nužno pretpostavlja korespondirajući gubitak vlasništva tako da „uvijek može postojati samo jedan vlasnik vrijednosnih papira". Za nepojmljivost inflacije u njemačkom pravu v. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 472. Mülbert, Peter O., Vom Ende allen sachenrechtlichen Denkens im Depotrecht durch UNIDROIT und die EU, Institut für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, Arbeitspapier 2009/1 rev, str. 26. O svojstvenosti inflacije za – *Thévenozovim* riječima – pravne poretke „ovlasti na jednoj od razina" v. de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, The concept of integrity in securities holding systems, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 203. O riziku inflacije kod posrednog držanja (nematerijaliziranih) vrijednosnih papira v. i Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 15., 17., 32. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 41. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 104. – 105., 112., 114.

[28] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.36

Pravni poretci uglavnom ih prepoznaju i raspoređuju na pojedine kategorije tržišnih sudionika nastojeći postići ravnotežu suprotstavljenih interesa. Dok je u nekim slučajevima ishod balansiranja neprijeporan i predvidiv, u drugima mogu postojati valjani pravnopolitički razlozi za svaljivanje rizika na svaku od njih, što može dovesti do razlika među pravnim poretcima oko toga tko snosi koji rizik. Osim što ga izvrgava rizicima, ulagatelju posredno držanje stvara troškove (*e.g.* skrbnička naknada, izdaci vezani uz provedbu korporativnih akcija), koje ne bi snosio da vrijednosne papire drži neposredno.[29]

Nedostaci držanja vrijednosnih papira posredstvom intermedijera sve češće su tema rasprave u suvremenoj pravnoj književnosti. Razlog tome očekivanje je da će nove tehnologije poput „ulančanih blokova" (engl. *blockchain*) i „distribuirane glavne knjige“ (engl. *distributed ledger*), u kombinaciji s dematerijalizacijom, anulirati pogodnosti kod raspolaganja posredno držanim vrijednosnim papirima.[30] [31] Bilo bi posve neprimjereno i pravnopolitički neopravdano ustrajati na posrednom držanju, izvrgavajući ulagatelje popratnim rizicima i troškovima, nakon što, zahvaljujući novim tehnologijama, otpadnu smetnje za brzu, sigurnu i jeftinu namiru velikog broja transakcija s neposredno držanim nematerijaliziranim vrijednosnim papirima. Imajući to u vidu, u suvremenoj pravnoj književnosti sve je više onih koji zagovaraju povratak na neposredno držanje.[32] Čak i ako se očekivanje ostvari, nije izgledno da će u dogledno vrijeme posredno držanje posve nestati sa scene. Budući da iz posredničke uloge za sebe izvlače brojne koristi, može se pretpostaviti da će je intermedijeri svim silama nastojati zadržati.[33] Ni ulagatelji se – rizicima i troškovima usprkos - neće nužno htjeti odreći pogodnosti koje za njih proizlaze

[29] Kako je riječ o prihodu intermedijera, kroz pravnu književnost provlači se teza da upravo oni imaju najviše koristi od posrednog držanja. O tome v. Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 388., 424., 454. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 135., 151. O koristima od posrednog držanja za intermedijere v. i Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 38. *et seq*.

[30] Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 27. – 28. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 99. – 100., 105. Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 230., 254. *et seq*. Marjosola, Heikki, *op.cit*. (bilj. 23), str. 6. *et seq*. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, Die digitale Sammelurkunde – ein erster Schritt zur vollständigen Digitalisierung des österreichischen Wertpapierrechts, Der Gesellschafter - Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht (GesRZ), str. 372. – 373. Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 12. Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, Derenčinović Ruk, Morana, Utjecaj modernih tehnologija na posredno držanje dionica – nacionalni modeli i globalna perspektiva, Godišnjak Akademije pravnih znanosti Hrvatske, vol. XII, 1/2021., 21 - 44, str. 36. *et seq*. Kühn, Svenja, Die Entmaterialisierung des Wertpapiers und seine ökonomische Bedeutung, Dissertation, Technische Universität Dortmund, Fakultät Wirtschaftswissenschaften, 2023, str. 115., 139.

[31] Za hrvatski prijevod pojmova „blockchain“ i „distributed ledger“ v. Babić, Andro: Prevođenje terminologije ulančanih blokova

[32] Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 427. *et seq*. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 142., 152. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 42. *et seq*. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 176. - 177. Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 12. Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 263. Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 2. – 3., 24.

[33] Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 394., 426., 454. Po mišljenju *Mooneya*, promjena načina držanja („disintermedijacija“) nije izgledna ako je ne nametne propis. Tako i Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 42.

iz takve uloge intermedijera (*e.g.* dostupnosti maržnih zajmova pod povoljnim uvjetima).[34] Dio ih se neće htjeti suočiti s izazovima koje nose nove tehnologije ili tim tehnologijama neće moći u dovoljnoj mjeri ovladati da bi se njima mogli samostalno služiti.[35] Neke, po *Mooneyevom* mišljenju, poželjne i korisne tržišne prakse - poput provedbe pripisa na stjecateljev račun unatoč neisporuci vrijednosnih papira (engl. *fail to deliver*) ili neterećanja ulagateljevog računa za vrijednosne papire koje je intermedijer pozajmio – nastale su i razvile se upravo zahvaljujući posrednom držanju vrijednosnih papira pa je upitno mogu li i, ako da, na koji način opstati ako bi vrijednosne papire ulagatelji držali neposredno.[36] Povratkom na neposredno držanje otpala bi i mogućnost obračuna, koji je – zahvaljujući njezinoj provedbi na neto osnovi - bitno pojednostavio namiru.[37]

Nastavak donosi pregled osnovnih karakteristika posrednog držanja vrijednosnih papira, po kojima se ono razlikuje od donedavno uobičajenog, neposrednog držanja. Osim uloge intermedijera, razmatraju se fenomeni zbirne pohrane i zbirne isprave. Nakon rasprave o odnosu imobilizacije i dematerijalizacije vrijednosnih papira analizira se geneza skrbničkih lanaca, uključujući uzroke i posljedice centralizacije pohrane i administriranja vrijednosnih papira. Posebna pozornost posvećuje se pravnom riziku, s kojim se suočavaju ulagatelji koji vrijednosne papire drže posredstvom intermedijera i sudionici transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima.

Osnovne karakteristike slijedi usporedni prikaz pravnog uređenja relevantnih pitanja za posredno držane vrijednosne papire u nekolicini za prekograničnu trgovinu značajnih pravnih izvora.[38] Prva na redu narav je ulagateljevog prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. Kao i promjena njihovog oblika, promjena načina držanja vrijednosnih papira u nekim pravnim poretcima mijenja narav ulagateljevog prava.[39] U tim pravnim poretcima to više nije neposredno stvarno pravo na (tjelesnoj) stvari, koja ili više ne postoji ili - ako postoji – nije

[34] O dostupnosti maržnih zajmova kao jednom od razloga zbog kojeg vrijednosne papire ulagatelji drže posredstvom intermedijera v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 495. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 308. Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 402.
[35] Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 445. Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 264.
[36] Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 403. – 404., 436. *et seq*. O teškoćama da se pogodnosti posrednog držanja preslikaju na neposredno držanje v. i Marjosola, Heikki, *op.cit*. (bilj. 23), str. 29.
[37] Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 265. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 118.
[38] Ta pitanja izdvojio je i *Law Commission* promišljajući o harmoniziranom paneuropskom pravnom okviru posredno držanih vrijednosnih papira. O tome v. LC, 1. seminar, *op.cit.* (bilj. 14), Rd. 1.94. Dio tih pitanja pronašao je svoje mjesto i u savjetu ekspertne skupine Europske komisije („Legal Certainty Group“) iz kolovoza 2006. godine, koji sadrži popis pravnih pitanja koja zahtijevaju usklađivanje na europskoj razini. O tome v. Dittrich, Sabine, u: Scherer, Peter, Depotgesetz, § 17a Rd. 79; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 14.
[39] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.12, 1.14

direktni objekt ulagateljevog prava. Nemogućnost postizanja konsenzusa na međunarodnoj razini, uzrokovana različitim pravnim tradicijama i povijesnim naslijeđem pojedinih pravnih poredaka, glavni je uzrok pravne nesigurnosti i razlog funkcionalnog oblikovanog sadržaja međunarodnih izvora prava. Raspravu o naravi prava slijedi dio o specifičnim rizicima kojima posredno držanje vrijednosnih papira izvrgava ulagatelje. Teme se nadovezuju jer prava različite naravi u pravilu ne dijele istu pravnu sudbinu kad se suoče s konkurirajućim zahtjevima intermedijerovih vjerovnika. Neosjetljivost prava ulagatelja na ovrhu protiv intermedijera i intermedijerov stečaj, o čemu postoji pravnopolitički konsenzus, zahtijeva ili stvarnopravnu narav ili posebni pravni režim. S rizika za ulagatelje fokus se seli na obveze intermedijera i njegovu odgovornost za neispunjenje tih obveza. Držanje imovine koja mu („koristovno“) ne pripada, intermedijeru može dati prava odnosno mogućnosti koje je obvezan ostvarivati za račun svog klijenta i u njegovom najboljem interesu. Osim što su interno ograničenje na van neograničenog pravnog položaja intermedijera, obveze su i sredstvo kojim se ulagatelj može zaobilaznim putem domoći onoga što mu („koristovno“) pripada. Kršenje obveze aktualizira pitanje odgovornosti intermedijera koji ju je prekršio, odnosno - ako je nije osobno prekršio - koji je izabrao intermedijera koji ju je prekršio prepustivši mu imovinu primljenu na pohranu. Obveze i odgovornost intermedijera slijedi rasprava o manjku zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. Iako bi obveza intermedijera držati pokriće trebala spriječiti da do manjka uopće dođe odnosno, ako bi do manjka ipak došlo, osigurati da ga se bez odgađanja ukloni, postoje okolnosti koje onemogućuju intermedijera da ispuni tu svoju obvezu kao i one koje ga oslobađaju te obveze. Kako se i u kojoj mjeri u tom slučaju raspoređuje manjak može ovisiti o različitim čimbenicima, poput (ne)poznavanja transakcije koja je dovela do manjka ili vrste računa na kojem je ustanovljen manjak. Nakon manjka na red dolazi raspolaganje posredno držanim vrijednosnim papirima. Analiziraju se načini raspolaganja pravima glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, kako radi otuđenja tako i radi opterećenja, te učinci upisa provedenih na računima vrijednosnih papira. Raspravlja se, k tome, i o redoslijedu prvenstva stečenih prava. Povezana tema koja slijedi zaštita je kvalificiranih stjecatelja prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira i prava na tim pravima od konkurirajućih prava trećih osoba, koja ih mogu dokinuti ili podrediti u redoslijedu prvenstva. Imajući u vidu značenje takve zaštite za funkcionalnost tržišta vrijednosnih papira, raspravlja se o pretpostavkama koje stjecatelj prava treba ispuniti da bi se za nju kvalificirao. Zadnje na redu mjerodavno je pravo za pitanja povezana s posrednim držanjem vrijednosnih papira i raspolaganjem posredno držanim vrijednosnim papirima.

Osim prikaza pravnog uređenja relevantnih pitanja u pojedinim pravnim poretcima razmatra se potreba i mogućnost usklađenja pravnog uređenja u različitim pravnim poretcima. Traga se za uzrokom okorjelog pravnog partikularizma na području posredno držanih vrijednosnih papira i načinima kako ga prevladati. Posebna pozornost posvećuje se pitanju jesu li važeća materijalnopravna uređenja u pojedinim pravnim poretcima kompatibilna da bi ih se moglo uskladiti te što je činiti ako ona to nisu. Pokušaji harmonizacije osuđeni su na neuspjeh ako su materijalna prava različitih pravnih poredaka u tom dijelu nepomirljiva, odnosno međusobno isključujuća. Pozornost zavređuje i pitanje ovisnosti odnosno međusobne uvjetovanosti određenog materijalnopravnog i kolizijskopravnog uređenja unutar pojedinog pravnog poretka. Iluzorna su nastojanja da se ujednači kolizijska norma, koja bi trebala jednako vrijediti u svim pravnim poretcima, ako na njezin sadržaj utječe materijalno pravo, koje se uvelike razlikuje od pravnog poretka do pravnog poretka.

Stajalište o pravnom uređenju posredno držanih vrijednosnih papira zauzima se: 1) normativističkom analizom sadržaja pravnih normi važećih u nekolicini pravnih poredaka s razvijenim financijskim tržištima (SAD, UK, Švicarska, Njemačka, Austrija), potom u hrvatskom pozitivnom pravu te, naposlijetku, u dva relevantna međunarodna ugovora; 2) pravno-doktriranarnom analizom osnovnih zasada na kojima počiva pravno uređenje posredno držanih vrijednosnih papira u pravnim poretcima koji pripadaju različitim pravnim krugovima (anglosaksonskom i kontinentalnoeuropskom); te 3) komparativnom analizom pravnih izvora, i to međunarodnih i unutrašnjih te, u potonjem slučaju, domaćih i poredbenih s ciljem pronalaska sličnosti i razlika među pravnim normama i stajalištima koja su zauzeli sudovi i pravna znanost.

2 Karakteristike posrednog držanja vrijednosnih papira

Nekoliko činjenica i pravnih odnosa karakterizira sustave posrednog držanja vrijednosnih papira, neovisno o pravnom uređenju kojem su podvrgnuti. Među karakteristike takvih sustava spadaju: prisutnost intermedijera odnosno skrbnika, zbirna pohrana vrijednosnih papira i izdavanje zbirnih isprava o vrijednosnim papirima, uklanjanje (pojedinačnih) isprava o vrijednosnim papirima iz pravnog prometa (*i.e.* imobilizacija) ili njihovo potpuno ukidanje (*i.e.* dematerijalizacija), umnogostručivanje intermedijera i pojava skrbničkih lanaca te pravni rizik koji prijeti ulagateljima i sudionicima transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima. Razumijevanje tih karakteristika uvjet je za svrsishodnu i produktivnu analizu sličnosti i razlika među pravnim uređenjima posredno držanih vrijednosnih papira. Ne zna li se što su

intermedijeri i čemu služe, ne može se razumjeti ni njihova posrednička uloga prilikom držanja vrijednosnih papira. Za procjenu učinaka zbirnog izdavanja odnosno držanja vrijednosnih papira na ulagatelje i sudionike transakcija treba znati zašto ih uopće izdavatelji izdaju, a intermedijeri drže „na hrpi". To što se nematerijalizirani i posredno držani vrijednosni papiri u pravnom prometu pojavljuju u vidu upisa na računu može navesti na (pogrešan) zaključak da oblik u kojem su vrijednosni papiri izdani određuje ili usmjerava način na koji ih se nakon izdanja drži. Višestruko raslojavanje odnosa između izdavatelja i ulagatelja skopčano s protezanjem skrbničkih lanaca preko granica pojedinog pravnog poretka važno je razumjeti, ne samo zbog reperkusija na ostvarivanje prava iz vrijednosnih papira, već i zbog utjecaja na utvrđivanje i primjenu mjerodavnog prava. Poznavanje prijetećeg pravnog rizika nužno je za donošenje informirane odluke kako o ulaganju u posredno držane vrijednosne papire tako i o uzimanju posredno držanih vrijednosnih papira kao instrumenta osiguranja.

2.1 Intermedijeri odnosno skrbnici

Ono što posredno držanje vrijednosnih papira naočigled razlikuje od neposrednog prisustvo je intermedijera odnosno skrbnika.[40] Umetnuvši se između izdavatelja i ulagatelja intermedijeri posreduju pri držanju vrijednosnih papira.[41] Zbog položaja koji zauzimaju i uloge koja im je povjerena, nezaobilazni su dijelovi tržišne infrastrukture.[42] Posredstvom intermedijera ulagatelji ostvaruju prava iz vrijednosnih papira (*e.g.* prava glasa), dolaze do plodova i koristi tih prava (*e.g.* dividende i kamate) te raspolažu pravima na te vrijednosne papire odnosno glede tih vrijednosnih papira.[43] Posredno držanje vrijednosnih papira ovisi,

[40] Pojmovi „intermedijer" i „skrbnik" u tekstu se koriste naizmjenice s istim značenjem. To ne znači da se u svim pravnim poretcima koriste oba pojma niti da su u onim pravnim poretcima u kojima se oba koriste pojmovi sinonimi. Legislativa i pravna književnost stožernih država kontinentalnoeuropskog pravnog kruga (Njemačke, Austrije, Švicarske) pretežito koriste pojam „skrbnik". S druge pak strane, legislativa i pravna književnost anglosaksonskog pravnog kruga te, pod njihovim utjecajem, međunarodni izvori prava češće koriste pojam „intermedijer". Pojam „intermedijer" odnedavno je prisutan i u europskom pravu (čl. 1. st. (2) t. (b) SRD II) pa je, kroz postupak usklađivanja, svoje mjesto pronašao i u njemačkom pravu dioničkih društava (čl. 67a st. (4) dAktG) te u austrijskom burzovnom pravu (čl. 178. t. 1. öBörseG). Hrvatsko pravo dioničkih društava koristi se pojmom „posrednik" (čl. 297.a ZTD). O korištenju pojma „skrbnik" za označavanje intermedijera v. i Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 29. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 60.

[41] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 5; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 48.

[42] Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 49. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 6. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 113.

[43] Thévenoz, Luc, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 3 Rd. 3; Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 41. – 42., 49. The Law Commission, Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, London, 2006, 2. seminar (u daljnjem tekstu: LC, 2. seminar), Rd. 1.33; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 8; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 228. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 33. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-035

stoga, o integritetu i učinkovitosti intermedijera.[44] Na pitanje tko su intermedijeri i koje su pretpostavke za stjecanje tog statusa pravna književnost ne nudi jednoznačan odgovor.[45]

Za većinu pravnih poredaka *differentia specifica* intermedijera njihova je djelatnost. Dio njih (*e.g.* američki) težište stavlja na faktičko obavljanje te djelatnosti.[46] Drugi dio (*e.g.* engleski, njemački, austrijski i švicarski) status intermedijera uvjetuje dozvolom nadležnog tijela prije početka i podvrgnutošću nadzoru tog tijela tijekom obavljanja te djelatnosti.[47] O kojoj je konkretno djelatnosti riječ ne postoji konsenzus na međunarodnoj sceni.

U nekim pravnim poretcima (*e.g.* u njemačkom, austrijskom, engleskom) razlikovno obilježje intermedijera primitak je vrijednosnih papira na pohranu (engl. *safekeeping*; njem.

---

[44] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 3; Legal Certainty Group, Second Advice of the Legal Certainty Group, Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, August 2008, https://finance.ec.europa.eu/document/download/e1b1f732-926a-4db3-afe2-f31c2fe3f21d_en?filename=legal-certainty-group-2nd-advice_en.pdf (u daljnjem tekstu: LCG; Second Advice), str. 35. Ammann, Hans-Peter, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 33 Rd. 8; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 7. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 185. Kod povjereničke pohrane u njemačkom pravu v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 354. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 190.

[45] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 58. *et seq*.

[46] Američko pravo ne zahtijeva da intermedijer bude reguliran niti uvjetuje da treba biti banka ili broker. O tome v. Chun, Changmin, Cross-Border Transactions of Intermediated Securities, A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law, Berlin Heidelberg, 2012, str. 205. Monsenepwo, Justin, The Law Applicable to Security Interests in Intermediated Securities Under OHADA Law, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht 493, Mohr Siebeck, Tübingen 2022, str. 177. Rogers, James S., The Revision of Canadian Law on Securities Holding Through Intermediaries: Who, What, When, Where, How and Why, Canadian Business Law Journal, [Vol. 45 2007] (u daljnjem tekstu: Rogers, James S., The Revision), str. 53.

[47] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), DRAFT OFFICIAL COMMENTARY on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, UNIDROIT 2009, CONF. 11/2 -Doc. 5, Rd. 4-5; Za englesko pravo v. FMLC, Issue 3 – Property Interests in Investment Securities, The regulation of securities intermediaries by the FSA, Background paper to FMLC paper entitled „Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities, with a statement of principles for an investment securities statute", London, 2004, str. 2., 6. - 7. Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 43. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/6; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-10, 6-2. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 4 Rd. 8, 14, 26; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 105. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, Aktienrechtliche Querbezüge zum geplanten Bucheffektengesetz (BEG), SZW/RSDA 2/2008, str. 195. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit.* (bilj. 5), str. 95. – 96. Reiser, Nina, Anlegerschutz durch Trennung? Segregierung von Eigen- und Kundenbeständen bei der Drittverwahrung von Bucheffekten, SZW / RSDA 4/2017, 452. – 467., str. 454. – 455. U švicarskom pravu takav zahtjev vrijedi samo za domaće, ne i za strane skrbnike. U švicarskoj pravnoj književnosti takav uvjet opravdava se dalekosežnošću pravnih posljedica upisa na račun vrijednosnih papira, zbog čega je nužan visok stupanj pouzdanosti i preciznosti prilikom vođenja računa. *Cf.* Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-015, koji takav zahtjev opravdava rizikom intermedijera. Ni Ženevska ni Haška konvencija ne ograničava pojam „intermedijer" na osobe s takvom dozvolom. Za Ženevsku konvenciju v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-23; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 4 Rd. 8; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 43. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 344. Državama ugovornicama Ženevska konvencija (čl. 5. t. (a)) omogućuje da odgovarajućom izjavom ograniče njezinu primjenu na račune vrijednosnih papira koje vode „regulirani" intermedijeri. *Chung* je očekivao davanje takve izjave od strane većine država ugovornica. Za Hašku konvenciju v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-10.

Verwahrung).[48] [49] Posljedica polaganja na pohranu imobilizacija je položenih vrijednosnih papira. Umjesto cirkuliranja među tržišnim sudionicima, isprave o vrijednosnim papirima životni vijek provode u trezoru intermedijera koji ih ne ispušta iz neposrednog posjeda.[50] Zbog nepomičnosti isprave gotovo u cijelosti ostaju bez funkcija koje su imale u pravnom prometu vrijednosnih papira.[51] Umjesto svakodobnih ulagatelja, u izdavateljev registar vrijednosnih papira upisuju se intermedijeri u ulozi njihovog formalnog imatelja.[52] Imobilizacija nematerijaliziranih vrijednosnih papira manifestira se kontinuiranim upisom intermedijera u toj ulozi. Nepromjenjivost stanja upisa u registru izdavatelja kod nematerijaliziranih vrijednosnih papira pandan je nepomičnosti isprava kod vrijednosnih papira o kojima su one izdane. Držeći vrijednosne papire na pohrani intermedijeri znatno ublažavaju rizik krađe, gubitka ili krivotvorenja, koji bi ulagatelji snosili da vrijednosne papire drže neposredno.[53] Osim (neposrednog) posjedovanja isprava o vrijednosnim papirima, pohrana uključuje zaštitu integriteta netjelesne imovine (*i.e.* nematerijaliziranih vrijednosnih papira i prava upisanih na

[48] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 42. Sukladno odredbi čl. 1. st. 2. dDepotG, skrbnik u smislu dDepotG onaj je kome se okviru njegovog poslovanja vrijednosni papiri povjeravaju otvoreni odnosno nezapečaćeni (njem. *unverschlossen*) na pohranu. O nedoumici može li se CBL uopće svrstati među (strane) skrbnike jer (osobno) ne drži vrijednosne papire na pohrani v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 310. Za austrijsko pravo v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-10 – 1-11. Sukladno čl. 1. st. 2. öDepotG, skrbnik u smislu öDepotG je onaj tko je na temelju BWG ili posebnog saveznog propisa ovlašten za pohranu vrijednosnih papira. Za englesko pravo v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.191; FMLC, *op.cit.* (bilj. 47), str. 3., 7. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.10, 7.4; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.03, 10.07. U engleskom pravu uslugu namire skrbnik ne može pružiti ako istovremeno ne pruži uslugu pohrane (engl. *safekeeping*) u okviru koje stječe ili uspostavlja kontrolu nad vlasništvom „klijentovih" vrijednosnih papira.

[49] U njemačkom i austrijskom pravu takvo razlikovno obilježje relativiziralo je usklađivanje sa SRD II, kojom su oba prava doslovno preuzela definirani pojam „intermedijer". Otad i njemačko i austrijsko pravo među intermedijere svrstava osobe koje – čak i ako ne pružaju uslugu pohrane i administriranja vrijednosnih papira – vode račune vrijednosnih papira. O značenju pojma „intermedijer" u njemačkom pravu dioničkih društava v: Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 25 *et seq.* Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67a Rd. 8; u austrijskom pravu dioničkih društava v. Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 85, 132.

[50] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.80; Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 315. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.7, 8.9. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 16; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 27. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 124. Mobilizacija pojedinačnih isprava o vrijednosnim papirima nije nužna ni za ostvarivanje prava iz vrijednosnih papira (*e.g.* naplatu kamate) ni za ostvarivanje prava na vrijednosnim papirima (*i.e.* otuđenje ili opterećenje).

[51] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 19; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 8; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 444. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 21. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 370. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 120. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 4., 80., 126. *et seq*.

[52] Učinak posrednog držanja na upis u izdavateljev registar nije jednak u svim pravnim poretcima. Za razliku od *e.g.* američkog i engleskog prava, u kojem posredno držanje nužno dovodi do upisa intermedijera, njemačko pravo ne isključuje mogućnost da se – unatoč posrednom držanju – u registar dionica upisuju ulagatelji.

[53] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.68; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 205. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 16., 21. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 312. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.21; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 74. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 165. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 296. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 293. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 40. - 41. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 33. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 58; Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 4. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 101. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 45. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 133.

računima vrijednosnih papira koje vode intermedijeri na nižim karikama skrbničkog lanca).[54] Pohranu vrijednosnih papira redovito prati administriranje.[55] Uz to što čuvaju vrijednosne papire koji su im povjereni na pohranu, intermedijeri nerijetko poduzimaju radnje potrebne za ostvarenje prava iz tih vrijednosnih papira, uključujući provedbu korporativnih akcija.[56] Preuzevši na sebe brigu o administriranju, intermedijeri služe kao produljena ruka ulagatelja omogućujući im da se domognu plodova i koristi tih prava, posebno kad je riječ o stranim vrijednosnim papirima. Osim provedbe korporativnih akcija, administriranje uključuje *inter alia* namiru transakcija s vrijednosnim papirima.[57] Administrirajući vrijednosne papire intermedijeri ne postupaju prema vlastitoj diskreciji.[58] Za potrebe engleskog prava (čl. 43. RAO) administriranje vrijednosnih papira *per se* nije informiranje o količini i vrijednosti pohranjene imovine, konverzija valuta ni primanje isprava o ulaganju isključivo u svrhu njihovog prosljeđivanja, neovisno o tome je li ih intermedijer primio od ili ih treba proslijediti onome kome ulaganje pripada ili po njegovom nalogu.

Ono što u drugim pravnim poretcima (*e.g.* u američkom i švicarskom) intermedijere razlikuje od ostalih sudionika na tržištu vođenje je računa vrijednosnih papira.[59] Američko pravo od svih intermedijera, uključujući društva za poravnanje (engl. *clearing corporations*), očekuje da vode račune vrijednosnih papira za svoje klijente, dok samo od nekih (*e.g.* od banaka i brokera, ne i od društava za poravnanje) očekuje pohranu financijske imovine evidentirane na tim računima.[60] Vođenje računa vrijednosnih papira distinktivno je obilježje intermedijera i u

[54] SIB, Custody of Investments under the Financial services Act 1986, Guidance Release 5/97 (June 1997), Rd. 10(c); FMLC, *op.cit.* (bilj. 47), str. 3., 7. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 7.18; O zaštiti integriteta izdanja u formi digitalne zbirne isprave v. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 184. *et seq*.

[55] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, u: Schimansky Herbert; Bunte Herman-Josef; Lwowski Hans-Jürgen, Bankrecht-Handbuch, 3. Auflage, München, 2007, § 72 Rn. 3; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.8; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 69. - 70. Za austrijsko pravo v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-9. U njemačkom i austrijskom pravu administriranje pohranjenih papira spada, zajedno s pohranom vrijednosnih papira, u bankovni depozitni posao (njem. *bankmäßige Depotgeschäft*) (čl. 1. st. 1. r. 2. br. 5 KWG; čl. 1. st. 1. br. 5 BWG). Za englesko pravo v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.10.

[56] Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-004; O korporativnim akcijama iz perspektive hrvatskog prava v. čl. 202. *et seq*. Pravila SKDD. U hrvatskoj legislativi (ZTD) naziva ih se korporativnim događajima.

[57] SIB, Custody of Investments under the Financial services Act 1986, Guidance Release 5/97 (June 1997), Rd. 12(b), 12(f) - 12(g); FMLC, *op.cit.* (bilj. 47), str. 3. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.10, 7.18; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 70. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 6. O tome iz perspektive njemačkog prava v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.47; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 32.

[58] FMLC, *op.cit.* (bilj. 47), str. 3.

[59] Sukladno odredbi § 8-102a(14) UCC 1994, pojam „intermedijer" (engl. *securities intermediary*) označava društvo za poravnanje (engl. *clearing corporations*) ili osobu, uključujući banku ili brokera, koja u okviru redovitog poslovanja vodi račune vrijednosnih papira za druge i koji nastupa u toj ulozi. Sukladno odredbi čl. 4. st. 1. FISA, skrbnik je u smislu FISA-e onaj tko vodi račune vrijednosnih papira na ime osoba ili grupa osoba.

[60] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 683. O značenju vođenja računa vrijednosnih papira za status skrbnika u austrijskom pravu v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-11. Neovisno o zakonskoj definiciji pojma iz čl. 1. st. 2. öDepotG, skrbnikom (u užem smislu) *Kammel*, *Jergitsch*, *Palla* i *Jöllinger* smatraju svaku kreditnu instituciju koja

međunarodnim izvorima prava (*i.e.* Haškoj konvenciji i Ženevskoj konvenciji).[61] Riječ je o djelatnosti koja uključuje, *inter alia*, otvaranje računa između relevantnog intermedijera i imatelja računa, slanje izvadaka o stanju i prometu po računu (engl. *account statements*), zaprimanje naloga, osiguravanje pružanja informatičkih usluga, isplatu dividende i kamata koje nose vrijednosni papiri, prosljeđivanje izdavateljevih poruka i obavijesti.[62] Po mišljenju *FMLC*, vođenje računa vrijednosnih papira uključuje – povrh *inter alia* provedbe korporativnih akcija – pohranu u smislu zaštite integriteta netjelesne imovine i administriranje u smislu namire transakcija s vrijednosnim papirima.[63]

Vodeći račune vrijednosnih papira intermedijer pruža uslugu svojim klijentima (*i.e.* ulagateljima i drugim intermedijerima), a ne izdavateljima vrijednosnih papira.[64] Iz tog razloga među intermedijere u pravilu ne spadaju osobe koje za izdavatelja vrijednosnih papira obavljaju poslove kreiranja (engl. *creation*), evidentiranja (engl. *recording*) i usklađivanja stanja (engl. *reconciliation*) vrijednosnih papira, poput voditelja izdavateljevog registra vrijednosnih papira (engl. *registrar*) i transfernih agenata izdavatelja.[65] Iznimka su središnji depozitoriji, koji načelno spadaju među intermedijere iako, obavljajući takve poslove, uslužuju i izdavatelje vrijednosnih papira.[66] Središnji depozitoriji su intermedijeri jer – kao i svi ostali intermedijeri – vode račune vrijednosnih papira za svoje klijente omogućujući raspolaganje pravima glede

vodi takav račun u ime klijenta i obavlja sve povezane poslove. Za tezu da je svim skrbnicima zajedničko vođenje računa vrijednosnih papira za druge v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 69. – 70.

[61] Sukladno odredbi čl. 1. t. (d) Ženevske konvencije, pojam „intermedijer" (engl. *intermediary*) označava osobu (uključujući središnji depozitorij vrijednosnih papira) koja u okviru poslovanja ili druge redovite aktivnosti vodi račune vrijednosnih papira za druge ili za sebe i za druge, i koja nastupa u toj ulozi. Sukladno odredbi čl. 1. st. 1. t. c) Haške konvencije, pojam „intermedijer" (engl. *intermediary*; njem. *Intermediär*) označava osobu koja u okviru poslovanja ili druge redovite aktivnosti vodi račune vrijednosnih papira za druge ili i za druge i za sebe i koja nastupa u toj ulozi. Za sličnost po tom pitanju između Haške konvencije i američkog prava v. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1230. – 1231.

[62] Za tumačenje sintagme „poslovi relevantnog intermedijera" (engl. *functions of the relevant intermediary*) iz čl. 7. Ženevske konvencije v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 6-13.

[63] FMLC, *op.cit.* (bilj. 47), str. 7.

[64] Osim za svoje klijente, intermedijer može voditi račun vrijednosnih papira i za sebe. U tom slučaju, raspolaganja od strane klijenta vrijednosnim papirima sa svog računa u korist intermedijera koji vodi račun mogu se provesti pripisom na račun tog intermedijera koji on sam vodi u svojim evidencijama. Provedba pripisa na račun intermedijera nije nespojiva s „nastupom u ulozi intermedijera". O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-10; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-27 – 1-28.

[65] v. čl. 6. Ženevske konvencije i čl. 1. st. 3. t. a) Haške konvencije. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 4 Rd. 11. O poslovima voditelja registra i transfernog agenta podrobnije v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-19, 5-8.

[66] v. čl. čl. 1. t. (d) u svezi s čl. 6. Ženevske konvencije; čl. 1. st. 4. Haške konvencije. U njemačkom i austrijskom pravu središnji depozitorij kreditna je institucija kojoj je, sukladno odredbi čl. 16. CSDR, nadležno tijelo izdalo odobrenje za rad (čl. 1. st. 3. r. 1. dDepotG; čl. 1. st. 3. r. 1. öDepotG). Po mišljenju *Rögnera*, odluka američke komisije za vrijednosne papire (SEC) kojom DTC-u priznaje status društva za poravnanje (engl. *clearing agency*) odgovara odluci njemačkog nadležnog državnog tijela kojom se CBF-u priznaje status središnjeg depozitorija, v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 151. O središnjim depozitorijima v. još i Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 8. *et seq*. Priem, Randy, Asset Segregation Rules for Central Securities Depositories: Maximizing Investor Protection While Ensuring a Level Playing Field (March 12, 2018). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3138531, str. 2. et *seq*.

upisanih vrijednosnih papira provedbom preknjižbi po tim računima.[67] To što – za razliku od većine ostalih intermedijera – ujedno obavljaju poslove kreiranja, evidentiranja i usklađivanja stanja vrijednosnih papira za izdavatelje tih vrijednosnih papira nije razlog da im se uskrati takav status.[68]

Vođenje računa vrijednosnih papira nije običan administrativni posao niti ga intermedijeri obavljaju u strogo administrativnoj ulozi.[69] Puko bilježenje podataka o vrijednosnim papirima u svojim evidencijama nije dovoljno ako je riječ o vrijednosnim papirima pripisanim saldu računa koje intermedijer vodi na ime drugih osoba, za koje osobe koje bilježe podatke nastupaju u ulozi upravitelja ili agenta ili nekoj drugoj strogo administrativnoj ulozi.[70] Vodeći račune vrijednosnih papira intermedijeri, *inter alia*, omogućuju raspolaganje pravima glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira provedbom preknjižbi po tim računima na kojima su upisani takvi vrijednosni papiri.[71] Provodeći preknjižbe intermedijeri namiruju transakcije s vrijednosnim papirima.[72] Mogućnost tzv. knjigovodstvene odnosno elektroničke namire (engl. *book-entry system of settlement*, *electronic settlement*) među glavnim je adutima posrednog držanja vrijednosnih papira. Ovisno o okolnostima, u namiri može sudjelovati samo jedan intermedijer, ako vodi račune i prenositelja i primatelja, ili više njih, ako različiti intermedijeri vode račune prenositelja i primatelja. U

[67] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-24; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-36; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-14. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 43. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 70. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 59.

[68] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 4 Rd. 11; O tome v. i LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.15.

[69] Po mišljenju *Guillaume*, među intermedijere u smislu Haške konvencije ne spadaju osobe koje djeluju samo kao upravitelji računa vrijednosnih papira, v. Guillaume, Florence, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 1 HSC Rd. 2. Ženevska konvencija dopušta da određene „poslove relevantnog intermedijera" (engl. *functions of the relevant intermediary*) u vlastito ime i na vlastitu odgovornost obavlja osoba koja nije relevantni intermedijer (čl. 7. Ženevske konvencije). Takva podjela poslova povezanih s vođenjem računa vrijednosnih papira za imatelja računa u okviru redovitog poslovanja, među koje *inter alia* spadaju slanje izvadaka o stanju i prometu po računu, osiguravanje pružanja informatičkih usluga i prosljeđivanje izdavateljevih poruka i obavijesti, relevantnom intermedijeru ne bi mogla ostaviti samo poslove strogo administrativne naravi. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 6-13 – 6-16.

[70] v. čl. 1. st. 3. t. b) Haške konvencije. Kako to navode *Goode*, *Kanda* i *Kreuzer* (Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-35), povod za tu odredbu praksa je banaka koje upravljaju imovinom klijenata da same vode paralelnu evidenciju te imovine iako su se pobrinule da treća osoba otvori račun vrijednosnih papira na ime klijenta. O području primjene te odredbe v. i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 138.

[71] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-11; Osim u odredbi čl. 1. st. 3. t. b) Haške konvencije, uporište za takav zaključak *Goode*, *Kanda* i *Kreuzer* pronalaze u definiciji pojma „ugovor o računu" (čl. 1. st. 1. t. e) Haške konvencije) i spominjanju učinaka prema intermedijeru prava koja nastanu pripisom vrijednosnih papira na račun vrijednosnih papira (čl. 2. st. 1. t. a. Haške konvencije). Za američko pravo v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 41. – 42. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit.* (bilj. 11), str. 14. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 4 Rd. 10. Osim omogućavanja imateljima računa da prime i ostvare svoja prava, vođenje računa vrijednosnih papira u švicarskom pravu obuhvaća provedbu pripisa i terećenja te sklapanje kontrolnih ugovora. O tome iz perspektive austrijskog prava v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-11.

[72] O namiri kao dijelu skrbničke usluge v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.03, 10.7; Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 6. O namiri kao najvažnijoj zadaći središnjeg depozitorija v. Čulinović-Herc *et al.*, Blockchain, *op.cit*. (bilj. 6), str. 327.

namiri može sudjelovati više karika skrbničkog lanca, zaključno sa središnjim depozitorijem kao najvišom karikom, koliko je potrebno da se dosegne intermedijer koji vodi račune i za intermedijera na strani prenositelja i za intermedijera na strani primatelja.

Pridavanje isključive važnosti vođenju računa vrijednosnih papira ostavlja prostor da se među intermedijere uvrste i osobe koje – gledano iz perspektive anglosaksonskog pravnog kruga - ne posreduju pri držanju vrijednosnih papira. To što se pripisom uspostavlja direktan odnos imatelja računa i izdavatelja odnosno što pripisom imatelj računa stječe prava koja može ostvariti direktno od izdavatelja nije razlog zbog kojeg bi osobi koja je provela takav pripis Haška konvencija uskratila status intermedijera.[73] Jedino čime Haška konvencija uvjetuje takav status mogućnost je prijenosa upisanih vrijednosnih papira preknjižbama po računima koje vodi osoba koja pretendira na takav status (engl. *transferrable by book entry across securities accounts which it maintains*) (čl. 1. st. 1. t. c) i st. 4. Haške konvencije). Za status intermedijera nije nužno da osoba koja vodi račune vrijednosnih papira stječe prava na upisanim vrijednosnim papirima. Ekstenzivan pristup Haške konvencije dovodi do toga da među intermedijere mogu potpasti i središnje banke, koje u svojim evidencijama vode račune na kojima su državni dužnički vrijednosni papiri upisani u korist ulagatelja.[74] Osim središnjih depozitorija (čl. 1. st. 4. Haške konvencije), kao potencijalne intermedijere Haška konvencija izrijekom spominje i upravitelje sustava za držanje i prijenos vrijednosnih papira (engl. *system for the holding and transfer*; njem. *Verwahr- oder Übertragungssystem*) u evidencijama izdavatelja ili drugim evidencijama koje predstavljaju „primarni zapis o pravu glede vrijednosnih papira u odnosu prema izdavatelju“ (engl. *primary record of entitlement to securities as against the issuer*; njem. *massgebliche Eintragung der Rechte an diesen Wertpapieren gegenüber dem Emittenten*) (čl. 1. st. 5. Haške konvencije).[75] Uvažavajući činjenicu da status intermedijera neki pravni poretci (*e.g.* engleski) uvjetuju držanjem vrijednosnih papira na pohrani i stjecanjem vlastitog prava na pohranjenim vrijednosnim papirima, Haška konvencija dopušta državama ugovornicama da izjavom takav status uskrate osobama koje samo vode račune vrijednosnih papira omogućujući

[73] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-36
[74] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-36
[75] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-36 – 1-37; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 144. – 146. Među takve sustave spada npr. „CREST“ u Ujedinjenom Kraljevstvu posredstvom kojeg ulagatelji neposredno drže evidentiranu imovinu. EUI (ranije CRESTCo) nije transferni agent izdavatelja već samostalni zakonski upravitelj sustava. O CREST-u pobliže v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 9.1 *et seq*. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. *et seq*., 43. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 31. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-04 – 6-05. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 49. – 51. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.21 – 2.23; Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2. Pöch, Peter, Die Regelung des Internationalen Wertpapierverkehrs ist in Bewegung – aber wohin?, ÖBA 2004, str. 509. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-002, 18-073 – 18-075.

time prijenos upisanih vrijednosnih papira provedbom preknjižbi (*e.g.* središnjim depozitorijima, upraviteljima sustava za držanje i prijenos vrijednosnih papira).[76]

Zbog specifične uloge i posebnog pravnog uređenja, pojam „intermedijer" za potrebe ovog rada ne uključuje kreditne institucije i investicijska društva u ulozi depozitara UCITS fondova ili AIF-ova.[77]

2.2 Zbirna pohrana vrijednosnih papira

Zamjenjivi vrijednosni papiri većinom su na zbirnoj pohrani (engl. *collective safe custody*, *fungible custody*; njem. *Sammelverwahrung*).[78]

Zbirna pohrana alternativa je odvojenoj pohrani (njem. *Einzelverwahrung*; *Sonderverwahrung*; engl. *segregated safe custody*), koju karakterizira intermedijerovo odvajanje vrijednosnih papira primljenih od pojedinog deponenta od vlastitih vrijednosnih papira i vrijednosnih papira primljenih od ostalih deponenata.[79] Kod zamjenjivih vrijednosnih papira odvojena pohrana je moguća ali nije nužna jer se pohranjeni vrijednosni papiri

[76] U engleskom pravu EUI nema status intermedijera. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.191 – 1.192; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.21; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.14; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-36 – 1-37; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 9.126; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02, 6-05; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 345. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 54. Micheler, Eva, Die neueste Entwicklung des Depotrechts in Europa - Auswirkungen auf Österreich, GEsRZ 2007 (u daljnjem tekstu: Micheler, Eva, Entwicklung), str. 378. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-016. Status „pravog" intermedijera engleska pravna književnost uvjetuje stjecanjem prava glede vrijednosnih papira na pohrani, odnosno pozicioniranjem u „vlasničkom lancu" (engl. *chain of title*). „Pravi" intermedijer ulagatelju ne omogućuje direktni odnos s izdavateljem ni ostvarivanje prava stečenih pripisom na svoj račun direktno od izdavatelja. Upravitelj sustava za držanje i prijenos vrijednosnih papira u evidencijama koje predstavljaju „primarnu evidenciju prava glede vrijednosnih papira u odnosu prema izdavatelju" (*e.g.* EUI) ne „drži vrijednosne papire kao intermedijer" (engl. *does not hold the securities as an intermediary*) već samo vodi evidenciju o vrijednosnim papirima (engl. *record keeper*).

[77] O ulozi, obvezama i odgovornosti depozitara hrvatskom pravu v. Braut Filipović, Miheala, Pravni položaj i odgovornost depozitara UCITS fondova, monografija, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2015., str. 100. *et seq*.

[78] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 23. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 532. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.74, 10.02; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-03; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 53. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 32. Za njemačko pravo v. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 473. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 47., 122. – 123. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 12. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 7; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 202. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/31; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-3. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 164.

[79] Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-03; Za njemačko pravo v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.43; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 44., 55. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 12. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 27. Za njemačko i austrijsko pravo v. Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence: The Case of Investment Securities, 2006, https://ssrn.com/abstract=880110 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.880110 (u daljnjem tekstu: Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence), str. 43. Za švicarsko pravo v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.

međusobno ne razlikuju pa deponent nema legitimni interes zahtijevati vraćanje upravo onih vrijednosnih papira koje je položio na pohranu.[80]

Za razliku od odvojene pohrane, zbirna pohrana rezultira miješanjem zamjenjivih vrijednosnih papira, neovisno od koga potječu i kome su namijenjeni.[81] Slikovito rečeno, sve zbirno pohranjene vrijednosne papire intermedijer drži na istoj hrpi. Kad je intermedijer karika skrbničkog lanca (ali ne ona najviša), svi takvi vrijednosni papiri na njegovom su zbirnom računu (engl. *omnibus account*; *pooled account*) kod intermedijera na višoj kariki.[82] Zbirno pohranjeni vrijednosni papiri određene vrste čine intermedijerov zbirni portfelj (njem. *Sammelbestand*) vrijednosnih papira te vrste. Čak i kad bi htio, deponentu intermedijer ne bi mogao vratiti upravo one vrijednosne papire koje je od njega primio na pohranu jer ih - nakon što su postali dio zbirnog portfelja - ne bi mogao identificirati. Zamjenjivost, fungibilnost vrijednosnih papira uvjet je za njihovu zbirnu pohranu.[83] Kod nezamjenjivih vrijednosnih papira odvojena pohrana je nužna jer zbirna nije moguća.

[80] Zbog istovjetnosti prava koja utjelovljuju, zamjenjivi vrijednosni papiri određuju se u pravnom prometu brojem odnosno količinom (čl. 91. BGB). Takvi vrijednosni papiri ne određuju se pojedinačno jer ne postoji *differentia specifica* pojedinog vrijednosnog papira spram ostalih ekvivalentnih vrijednosnih papira. Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 3; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 2, 103; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 73; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.48; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 2; Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 39. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 22. - 23. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 22. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 11. - 12., 33. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit.* (bilj. 2), Rd. 4/21 – 4/22; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-13, 5-3. U njemačkom i austrijskom pravu vrijednosni papiri na ime (njem. *Namenswertpapiere*) načelno nisu zamjenjivi osim ako je na njih otisnut blanko indosament. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*a* CO Rd. 3. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 6; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 69; Hess, Martin, Friedrich, Alain, Das neue Bucheffektengesetz (BEG), Hinweise auf Grundlagen und praktische Auswirkungen, GesKR 2/ 2008, str. 105. Bärtschi, Harald, Die rechtliche Umsetzung des Bucheffektengesetzes, AJP/PJA 9/2009, str. 1073. U švicarskom pravu vrijednosni papiri na donositelja fungibilni su *eo ipso*, dok je za fungibilnost vrijednosnih papira po naredbi nužno otiskivanje blanko indosamenta. Za englesko pravo v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.18.

[81] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 1; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.44; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 17. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 47., 122. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 27. – 28. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit.* (bilj. 2), Rd. 4/33; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-17, 4-11. Za švicarsko pravo v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 57 – 58. Za englesko pravo v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.39, 3.24.

[82] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 23. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.74; Witmer, Jörg, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 12 Rd. 10; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 1; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.5, Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-03, 6-05; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6., 15. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 59., 81. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 49. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.84 *et seq*. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.17 – 2.18; Vermaas, Maria, The Call for Proper Segregation in Intermediated Systems, Uniform Law Review, 18 (Issues 3 and 4), 2013, str. 591.

[83] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 73; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 69; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 70; Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 39. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 202. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 56. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 22. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 33.

Od odvojene pohrane, zbirna pohrana je racionalnija ali i rizičnija.[84] Racionalnost dolazi do izražaja kod skrbničkog lanca, gdje je za prijenos zbirno pohranjenih vrijednosnih papira između klijenata istog intermedijera dovoljna preknjižba u evidencijama tog intermedijera.[85] Štoviše, ni ta preknjižba nije nužna za svaki takav prijenos ako se namira provodi na neto osnovi. S druge strane, prijenos odvojeno pohranjenih vrijednosnih papira, koji se vode na posebnim računima vrijednosnih papira kod intermedijera na višim karikama skrbničkog lanca, iziskuje angažman svih tih intermedijera, neovisno o tome što se vrijednosni papiri prenose između klijenata istog intermedijera. Budući da je odvajanje prisutno duž cijelog skrbničkog lanca, odvojena pohrana usložnjava i poskupljuje posredno držanje vrijednosnih papira i namiru transakcija s takvim vrijednosnim papirima.[86] Veća rizičnost zbirne pohrane posljedica je nemogućnosti ili odsustva pravnopolitičke volje da se uzmanjkali vrijednosni papiri rasporede konkretnom klijentu, zbog čega teret manjka u zbirnom portfelju načelno snose svi klijenti za koje intermedijer drži zamjenjive vrijednosne papire te vrste. Rizičnosti usprkos, intermedijera pravni poretci nerijetko ovlašćuju, a katkad i obvezuju, zamjenjive vrijednosne papire držati na zbirnoj pohrani ako klijent nije zahtijevao odvojenu pohranu.[87]

---

[84] Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 60. – 61., 78. Članovi europskih središnjih depozitorija obvezni su informirati svoje klijente o troškovima i rizicima povezanim s obje vrste pohrane (čl. 38. st. 6. CSDR). *Cf*. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 19., koji spominje veću rizičnost odvojene pohrane za namiru transakcija s vrijednosnim papirima.

[85] Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02, 6-03; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 60. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 45. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 12. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 33. Morton, Guy, Legal Risk and its Impact on Market Efficiency u: UNIDROIT, "Legal Risk and Market Efficiency", UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Rome, November 2003, (Report February 2004), str. 8. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 71; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 51. Vermaas, Maria, *op.cit.* (bilj. 82), str. 597. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-044. O racionalizacijskim učincima zbirne pohrane v. i Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 28. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 79.

[86] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 6; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 71; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 79. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 293. Goutay, Philippe, Segregation – Methods, Pertinence and Necessity u: UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities, Paris – France, 2006, str. 11. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 47. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 141. Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence, *op.cit*. (bilj. 79), str. 44. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 5., 17., 29. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 464. Fahrländer, Lukas, Schutz der Kundenvermögen durch Segregation, Unter besonderer Berücksichtigung der neuen Pflicht zur Trennung von Eigen- und Kundenbeständen bei der Verwahrung von Bucheffekten gemäss Art. 11a BEG, SZW 2024, 63–79, str. 74.

[87] Za njemačko pravo v. čl. 2. r. 1. i čl. 5. st. 1. dDepotG; Scherer, Peter, Löber, Klaus M., u: Scherer, Peter, Depotgesetz, § 2 Rd. 4; U njemačkom pravu zakon ne ovlašćuje skrbnika da zamjenjive vrijednosne papire zadrži na kućnoj zbirnoj pohrani (njem. *Haussammelverwahrung*) već samo na ih prepusti središnjem depozitoriju na žiro zbirnu pohranu (kad je riječ o vrijednosnim papirima koje je središnji depozitorij prihvatio za zbirnu pohranu), ako deponent nije zahtijevao odvojenu pohranu. Za kućnu zbirnu pohranu skrbniku treba ovlaštenje deponenta (čl. 5. st. 1. r. 2. dDepotG; čl. 1. st. (3) Depotbekanntmachung). O tome v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 34 – 35; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 17. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 150. Za švicarsko pravo v. čl. 973*a* st. 1. CO. Ta odredba sadrži zakonsku presumpciju deponentovog pristanka na zbirnu pohranu. O tome v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*a* CO Rd. 6; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 203. Za austrijsko pravo v. čl. 4. st. 1. r. 2. u svezi s čl. 2. st. 2. öDepotG; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 149. – 150. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 57.

2.3 Zbirne isprave o vrijednosnim papirima

U trezorima intermedijera mjesto pojedinačnih isprava o vrijednosnim papirima sve češće zauzimaju zbirne (njem. *Sammel-*) odnosno globalne isprave (njem. *Globalurkunden*; engl. *global certificates*, *global notes)*.[88] Razlog tome izraženi je trend zbirnog (umjesto pojedinačnog) upisa prava, koji je zbirne isprave promaknuo u neizostavni dio suvremenog žiro prometa vrijednosnih papira.[89] Sklonost polaganju pojedinačnih isprava na pohranu dovela je do toga da se o vrijednosnim papirima s vremenom sve više izdaju zbirne isprave.[90] Štoviše, o nekim vrstama vrijednosnih papira pojedini pravni poretci zabranjuju izdavanje pojedinačnih isprava.[91]

Poput pojedinačnih isprava, zbirne odnosno globalne isprave vrijednosni su papiri (čl. 9a st. 1. r. 1. dDepotG; čl. 973*b* st. 2. r. 1. OR).[92] O kojoj vrsti vrijednosnog papira je riječ ovisi

[88] U njemačkom i austrijskom pravu pojmovi zbirna isprava i globalna isprava imaju isto značenje. Zbirna isprava zakonski je pojam (čl. 9a dDepotG; čl. 24. öDepotG) dok se pod anglosaksonskim utjecajem pojam globalna isprava uvriježio u pravnoj književnosti i poslovnoj praksi. Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 22; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 2; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 221; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 30. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 165. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 52. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 13. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 35. Za austrijsko pravo v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 5-5. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 56. Naprotiv, u švicarskom pravu zakonski pojam „globalna isprava" (čl. 973*b* OR) širi je od pojma „zbirna isprava". Za razliku od globalnih isprava, zbirne isprave u švicarskom pravu ne utjelovljuju cjelokupno izdanje već samo više zamjenjivih vrijednosnih papira. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*b* CO Rd. 2; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 201. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 25. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 91. – 92. U američkoj literaturi uz pojam „globalna isprava" koristi se i pojam „*jumbo* isprava" (engl. *jumbo certificate*), v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 39. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 206. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 264. O razlici između globalne i *jumbo* isprave u američkom pravu v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 192. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 25. Schroeder, Jeanne L.; Gray Carlson, David, Security Interests under Article 8 of the Uniform Commercial Code, Cardozo Law Review, [Vol. 12:557 1990], str. 561. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 448. Za pojam „globalna isprava" (engl. *global note*) u engleskoj literaturi v. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02; u njemačkoj literaturi v. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 473.

[89] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 2; LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.199; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 3. Za američko pravo v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 685. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 206., 211. – 212.

[90] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 21; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 3. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.8; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 78, 94, 221; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 41. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 52. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 150. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 15.

[91] Unatrag desetak godina u austrijskom pravu (čl. 10. st. 2. öAktG) o dionicama na donositelja mogu se izdati samo zbirne isprave. Posljedično, takve vrijednosne papire ne može se držati neposredno. O tome v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-4. Arit, Marie-Agnes, u: Goette *et al.*, Münchener Kommentar, § 10 Rd. 67, 73. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 370. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 201. Izdavanje pojedinačnih isprava o dionicama na donositelja njemačko pravo uvjetuje uvrštenošću tih dionica na burzu (čl. 10. st. (1) t. 1. dAktG). Za razloge takvog uvjetovanja v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 10 Rd. 6.

[92] Za njemačko pravo, v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 22; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 3; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 3; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 55, 57; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.67; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 167. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/26; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 252. Zbirne isprave *Micheler* ne smatra pravim vrijednosnim papirima već dokaznim ispravama. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*b* CO Rd. 8; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 70; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 72; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 101. Za američko pravo v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 307. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 449.

o utjelovljenim pravima. Za razliku od pojedinačnih isprava, zbirna odnosno globalna isprava utjelovljuje više pojedinačnih prava, svako od kojih se može upisati u zamjenjivi vrijednosni papir iste vrste. Utjelovljenjem u zbirnu odnosno globalnu ispravu utjelovljena pojedinačna prava ne gube pravnu samostalnost.[93] Od pojedinačnih isprava, izvorna namjena kojih je isporuka (*i.e.* predaja u neposredan posjed) pojedinim ulagateljima, zbirne odnosno globalne isprave razlikuju se i po tome što su namijenjene isključivo za pohranu.[94]

Rastuća zastupljenost zbirnih odnosno globalnih isprava odraz je racionalizacije posrednog držanja.[95] O vrijednosnim papirima koji životni vijek provode u intermedijerovom trezoru besmisleno je i rasipnički izdavati pojedinačne isprave. To što su isporučive ne igra ulogu ako ih se u praksi ne isporučuje. Osim nižih troškova tiskanja i čuvanja u odnosu na pojedinačne isprave, u njemačkom pravu zbirne isprave omogućuju raniji početak burzovne trgovine.[96] Značajne prednosti, koje zbirne isprave nose izdavateljima i intermedijerima, ne padaju na teret ulagatelja, za koje nemaju naglašene nedostatke.[97]

Postojanje zbirne odnosno globalne isprave nužno ne isključuje istovremeno postojanje pojedinačnih isprava. Osim kad je riječ o trajnoj zbirnoj odnosno globalnoj ispravi (njem. *Dauer-Globalurkunde*, *Dauersammelurkunde*, *Globalurkunden auf Dauer*; engl. *permanent global note*), ulagatelji redovito zadržavaju pravo zahtijevati tiskanje i isporuku pojedinačnih

---

[93] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 4, 5; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 55; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.67; Heider, Karsten, *op.cit*. (bilj. 13), § 10 Rd. 16; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 30. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 58. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 34. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/26; Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 56. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*b* CO Rd. 1; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 70. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 201.

[94] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 3; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 251. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 14.

[95] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 1; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 55; Heider, Karsten, *op.cit*. (bilj. 13), § 10 Rd. 43; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 31. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 166. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 14. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 24. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 9; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 70; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 72; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 101. Za austrijsko pravo v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 5-6. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 150. – 151. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 370. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 2., 80.

[96] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 1, 5; Uz uštedu trezorskog prostora, *Scherer* i *Martin* (Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 9) spominju izbjegavanje troškova povezanih s izradom kupona. Osim što ih ne treba tiskati u tolikom broju, neisporučivost zbirnih isprava uklanja potrebu za tiskanjem prema strogim pravilima važećim za pojedinačne isprave koje su prikladne za isporuku. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/26. Početak burzovne trgovine prije tiskanja pojedinačnih isprava i njihove isporuke središnjem depozitoriju omogućuju tzv. privremene zbirne odnosno globalne isprave (njem. *interimistische Globalurkunden*; engl. *temporary global note*). Za privremene globalne isprave v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 24; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 7; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 12; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 61; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.72; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 31. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 72; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.9; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 52. – 53. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 14. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 26.

[97] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 1

isprava.[98] Do toga, kao i do zamjene pojedinačnih isprava zbirnom odnosno globalnom ispravom, može doći i na inicijativu izdavatelja bez pristanka ulagatelja.[99] Zamjenjivost zbirne odnosno globalne isprave pojedinačnim ispravama i obratno ostavlja prostor za različite načine držanja vrijednosnih papira.[100] Zamjenu omogućuje jednaki pravni tretman zbirne isprave i zbirnog portfelja.[101]

Trajna zbirna odnosno globalna isprava jedina je vrsta zbirne odnosno globalne isprave koja se ne može zamijeniti pojedinačnim ispravama, odnosno u koju se ne mogu zamijeniti pojedinačne isprave. Ta vrsta zbirne odnosno globalne isprave utjelovljuje cjelokupno izdanje vrijednosnih papira dokle god ono postoji (*i.e.* kod dužničkih vrijednosnih papira, do dospijeća).[102] U njemačkom pravu izdavanje trajnih zbirnih odnosno globalnih isprava rezultat

[98] Njemačko pravo obvezuje izdavatelja vrijednosnih papira na zamjenu zbirne isprave, koja nije trajna zbirna isprava, pojedinačnim vrijednosnim papirima kad i u mjeri u kojoj se zahtijeva njihova isporuka (čl. 9a st. 3. r. 1. dDepotG). Kod trajnih zbirnih isprava izdavatelj nema takvu obvezu. O tome v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 39; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 89 - 90. Ni u švicarskom ni u austrijskom pravu trajne globalne isprave deponentu ne daju pravo na izdavanje pojedinačnih isprava. Za švicarsko pravo v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*b* CO Rd. 2; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 72; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 72; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 101. Za austrijsko prvo v. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 57. Za englesko pravo, u kojem pravo na izdavanje pojedinačnih isprava oživljava u slučaju izdavateljeve povrede obveze iz vrijednosnog papira, v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.9; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02.

[99] Njemačko pravo ovlašćuje izdavatelja vrijednosnih papira na zamjenu zbirne isprave, koja nije trajna zbirna isprava, na žiro zbirnoj pohrani pojedinačnim vrijednosnim papirima namijenjenim zbirnoj pohrani (čl. 9a st. 1. r. 2. t. 1. dDepotG) i pojedinačnih vrijednosnih papira koji čine žiro zbirni portfelj zbirnom ispravom (čl. 9a st. 1. r. 2. t. 2. dDepotG). Kod trajnih zbirnih isprava izdavatelj nema takvo pravo. O tome v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 3; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 63 - 64. Pravo izdavatelja na zamjenu pojedinačnih vrijednosnih papira zbirnom ispravom *Scherer* i *Martin* (Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 38.) ograničavaju trenutkom deponentovog podnošenja zahtjeva za isporuku iz čl. 7. i 8. dDepotG. Zakonom zajamčeno pravo na zamjenu pojedinačnih isprava iz zbirnog portfelja zbirnom ispravom izdavatelj ostvaruje koristeći se tzv. tehničkom globalnom ispravom (njem. *technische Globalurkunde*). O tome v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 9, 10; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 23; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 60; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.69 -18.71; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 31. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*b* CO Rd. 2; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 72; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 72; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 100. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 15. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 26. Austrijski pandan njemačke i švicarske „tehničke globalne isprave" je tzv. međuzbirna isprava (njem. *Zwischensammelurkunde*). Za „međuzbirnu ispravu" v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/40; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 151. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 376. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 56. Poput njemačkog, švicarsko pravo izdavatelja izrijekom ovlašćuje na zamjenu više fungibilnih vrijednosnih papira na zbirnoj pohrani kod jednog skrbnika jednom globalnom ispravom (čl. 973*b* st. 1. OR), ali – za razliku od njemačkog prava - realizaciju tog ovlaštenja uvjetuje pristankom deponenata ako ga nisu predvidjeli uvjeti izdanja ili statut izdavatelja, u kojem slučaju se pristanak presumira. Iako za to ne postoji izričito zakonsko uporište, izdavatelj je, po mišljenju *Graham-Siegenthaler*, ovlašten zamijeniti i globalnu ispravu vrijednosnim papirima o kojima su izdane pojedinačne isprave, v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*b* CO Rd. 6.

[100] Dio vrijednosnih papira može se držati posredno a dio neposredno, odnosno svi vrijednosni papiri mogu se držati posredno nakon što su se držali neposredno i obratno.

[101] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 63

[102] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 13; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 8; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 62; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 31. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 53. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 151.

je zakonom zajamčenog prava izdavatelja da se uvjetima izdanja vrijednosnih papira ili statutom oslobodi obveze imateljima utjelovljenih prava isporučiti pojedinačne isprave o vrijednosnim papirima.[103] Ako izdavatelj na temelju pravnog odnosa koji je u podlozi izdanja vrijednosnih papira nije obvezan imatelju prava upisanih u zbirnoj ispravi izdati pojedinačne vrijednosne papire, potonji ne može ni od središnjeg depozitorija zahtijevati njihovu isporuku (čl. 9a st. 3. r. 2. dDepotG). Koristeći se tim pravom izdavatelj prisiljava ulagatelje na posredno držanje.[104] Izdavanje trajne zbirne odnosno globalne isprave isključuje mogućnost neposrednog držanja svih ili nekih vrijednosnih papira o kojima je izdana takva isprava. Osim uvjeta izdanja (kad je riječ o obveznicama ili udjelima u investicijskim fondovima (njem. *Investmentzertifikate*)), u austrijskom pravu izdavanje trajnih zbirnih odnosno globalnih isprava može biti posljedica pravne nedopuštenosti (kad je riječ o dionicama na donositelja) ili faktične nemogućnosti (kad je riječ o digitalnim zbirnim ispravama) izdavanja pojedinačnih isprava o vrijednosnim papirima i, posljedično, zakonske uskrate deponentu prava zahtijevati njihovu isporuku (čl. 6. st. 2. r. 2. u svezi s čl. 24. t. b), d) i e) öDepotG). Trajne zbirne odnosno globalne isprave imaju veliko značenje u praksi jer utjelovljuju gotovo sva nova izdanja vrijednosnih papira.[105] Tipičan primjer takvih isprava globalne su dionice (njem. *Globalaktien*), koje mogu predstavljati cijeli temeljni kapital izdavatelja ili njegov dio, kad je statutom izdavatelja isključeno pravo dioničara zahtijevati izdavanje pojedinačnih isprava.[106] Značajne su i zbirne

[103] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 13; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 8; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 25; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.73; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 31. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 17. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 15. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 27.

[104] LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.9; Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 25; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 57; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.2; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 58. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 27. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/27; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 257. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 370. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 74. U pravnoj književnosti mogu se, stoga, susresti pojmovi poput „prisilni žiro" (njem. *Zwangsgiro*) i „faktični knjižni efekti" (njem. *de facto Bucheffekten*).

[105] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 13; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-3. O redovitom korištenju trajnih zbirnih isprava u praksi v. i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 32. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.9; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 273; Noack, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 5. Einsele, Dorothee, Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance?, Uniform law Review 10, no. 1 & 2 (2005): 251 – 262 (u daljnjem tekstu: Einsele, Dorothee, Modernising), str. 251. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 59. Za tezu da je više od 97% dionica i obveznica deponiranih u CBF-u u formi trajne zbirne isprave v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 605.

[106] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 27; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 15; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 222; Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 10 Rd. 12 *et seq*. Heider, Karsten, *op.cit*. (bilj. 13), § 10 Rd. 6, 43. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 153. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 165. – 167. Izdavanje zbirnih odnosno globalnih isprava o dionicama (*i.e.* globalnih dionica) u njemačkom pravu omogućila je odredba čl. 10. st. 5. dAktG dopustivši da se statutom isključi ili ograniči zahtjev dioničara za izdavanje pojedinačnih isprava o dionicama. Riječ je o odredbi koja je ugledala svjetlo dana zakonskom izmjenom iz 1994. godine. Dotad je svaki dioničar imao neuskrativo pravo zahtijevati da mu članska prava budu utjelovljena u pojedinačnim ispravama. Samim time nije otvoren prostor za potpunu dematerijalizaciju jer su dioničari zadržali pravo na upis svih izdanih dionica u globalnoj dionici. O razlici globalnih dionica i trajnih zbirnih isprava kad

odnosno globalne isprave koje omogućuju uvrštenje stranih nematerijaliziranih vrijednosnih papira na njemačke burze vrijednosnih papira, a posebno tzv. zbirni certifikati na donositelja (njem. *Inhaber-Sammelzertifikate*), koje izdaje CBF s pokrićem u portfelju vrijednosnih papira imobiliziranih u inozemstvu.[107]

Od zbirne isprave njemačko pravo razlikuje tzv. „veliku ispravu" (njem. *Großstück*). Riječ je o pojedinačnoj ispravi velikog nominalnog iznosa.[108] Radi li se u konkretnom slučaju o velikoj ili zbirnoj ispravi ovisi o pravnom odnosu izdavatelja i imatelja vrijednosnih papira, koji oblikuju uvjeti izdanja dužničkih vrijednosnih papira odnosno statut dioničkog društva. Isprava nominalni iznos koje premašuje najveći utvrđeni nominalni iznos utjelovljuje više pojedinačnih prava pa je riječ o zbirnoj ispravi. S druge strane, riječ je o velikoj ispravi ako ni pravni odnos izdavatelja i imatelja vrijednosnih papira ni sadržaj isprave ne ukazuje na zbirni upis pojedinačnih prava, odnosno ako taj pravni odnos predviđa izdavanje velike isprave.

2.4 Posredno držanje nematerijaliziranih vrijednosnih papira

Posredstvom intermedijera ulagatelji mogu držati, ne samo vrijednosne papire o kojima su izdane isprave, već i nematerijalizirane vrijednosne papire odnosno tzv. vrijednosna prava.[109] Oblik vrijednosnih papira ne nameće niti isključuje način njihovog držanja. To što u nekim

statutom nije isključen zahtjev dioničara za izdavanje pojedinačnih isprava v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.76. Od „običnih" globalnih dionica, u smislu zbirnih isprava o izdanim dionicama, razlikovati treba globalne dionice kakve je 1998. godine izdalo društvo Daimler Chrysler AG, o kojima su – osim pojedinačnih isprava - izdane dvije zbirne isprave od kojih je jedna pohranjena u američkom, a druga u njemačkom središnjem depozitoriju. O potonjima v. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10. *et. seq.* Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 21. – 23. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 272. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 319. O izdavanju globalnih isprava o dionicama u austrijskom pravu v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 153., 252. – 260. Austrijski pandan odredbi čl. čl. 10. st. 5. dAktG odredba je čl. 9. st. 3. r. 1. öAktG.

[107] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd 13; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 8; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 19. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 170. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 58., 210. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 451. *et seq*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 317. Za potvrde o depozitu (engl. *depositary receipts*), koje služe istoj svrsi, v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.9.

[108] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 22. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 18; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.67; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 251.

[109] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 14. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.94; Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 2. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 82. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 41. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.10. O nematerijaliziranim vrijednosnim papirima v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 21; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 3. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 8; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 8.9; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 53. – 55. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 27. *et seq.* O „vrijednosnim pravima" u njemačkom pravu v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 28; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 66; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.78 *et seq*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 59. *et seq.* Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 15. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 142. *et seq*.; u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/25; Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 371. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 78. *et seq.*; u švicarskom pravu v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 79 *et seq*. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 73; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 290. – 291. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 101. – 102. Steiner, Christoph, Büchi, Raffael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1. *et seq*. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 201. – 202. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 411. *et seq*. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str.124. *et seq*.

pravnim poretcima nematerijalizirani vrijednosni papiri – striktno govoreći - ne mogu biti predmet pohrane ne znači da ih se ne može imobilizirati na drugi način.[110] U švicarskom pravu imobilizacija nematerijaliziranih vrijednosnih papira provodi se njihovim upisom u glavni registar skrbnika kad je riječ o jednostavnim vrijednosnim pravima (čl. 6. st. 1. t. c. FISA), odnosno njihovim prijenosom na skrbnika u registru vrijednosnih prava kad je riječ o registarskim vrijednosnim pravima (čl. 6. st. 1. t. d. i st. 3. FISA). O provedbi imobilizacije svjedoči evidentiranje skrbnika u registru izdavatelja odnosno registru vrijednosnih prava u ulozi (formalnog) imatelja nematerijaliziranih vrijednosnih papira. Nepromjenjivost stanja upisa u takvom registru kod nematerijaliziranih vrijednosnih papira pandan je nepomičnosti isprava kod vrijednosnih papira o kojima su one izdane.

U pravnoj književnosti dematerijalizacija vrijednosnih papira nerijetko se prikazuje kao alternativa intermedijaciji (*i.e.* posrednom držanju). Intermedijacija i dematerijalizacija različiti su načini za postizanje istog cilja: uklanjanja isprava o vrijednosnim papirima iz pravnog prometa.[111] Umjesto da ih se skloni u trezor intermedijera, isprave o vrijednosnim papirima mogu se ne izdati. Zbog manjih troškova potrebnih za postizanje cilja, dematerijalizacija je učinkovitija od intermedijacije, čak i kad je o vrijednosnim papirima izdana zbirna odnosno globalna isprava.[112] Uz isti cilj intermedijacije i dematerijalizacije ide jednaki način namire transakcija s posredno držanim i nematerijaliziranim vrijednosnim papirima. Uklanjanje isprava o vrijednosnim papirima iz pravnog prometa onemogućuje namiru „na bazi papira".

[110] U njemačkom i austrijskom pravu posredno držanim nematerijaliziranim vrijednosnim papirima skrbnici samo upravljaju. O tome v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.14. Za švicarsko pravo v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 89, 139; Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1072. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 33.

[111] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 6; Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 11. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 11. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 2. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.5, 8.8; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 14. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 41. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.5 *et seq*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 21., 30. Aronstein, Martin J.; Haydock, Robert Jr.; Scott, Donald A., Article 8 is Ready, Harvard Law Review, [Vol. 93:889 1980], str. 891. Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 507. – 508.

[112] Za uštede od eliminacije isprava v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 320. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 73; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 222. Aronstein, Martin J.; Haydock, Robert Jr.; Scott, Donald A., *op.cit*. (bilj. 111), str. 892. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-022; Lehmann, Matthias, u: Omlor, Sebastian; Möslein, Florian; Grundmann, Stefan (ured.), Elektronische Wertpapiere, 2021, str. 66. Ni njemačka doktrina ne negira nedostatke utjelovljenja prava u isprave, poput rizika gubitka, otuđenja ili oštećenja i troškova držanja i raspolaganja, v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 28. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 25. O racionalizaciji prometa vrijednosnih papira kao cilju dematerijalizacije v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 30. O ekonomskoj učinkovitosti kao jednoj od glavnih prednosti dematerijalizacije v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 432. O dematerijalizaciji kao koraku prema većoj učinkovitosti v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8.9. *Cf.* Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 226. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 548., 584. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 603, koji negiraju, odnosno dvoje u mogućnost dodatne racionalizacije nadomještanjem zbirnih isprava nematerijaliziranim vrijednosnim papirima.

Transakcije s posredno držanim vrijednosnim papirima (neovisno o obliku u kojem su izdani) i nematerijaliziranim vrijednosnim papirima (neovisno o načinu držanja) mogu se namiriti jedino „knjigovodstveno“, odnosno „elektronički“.[113] To je stoga što se takvi, tzv. „kompjuterizirani“ vrijednosni papiri u pravnom prometu pojavljuju isključivo u vidu elektroničkog upisa u izdavateljevom registru i/ili evidencijama intermedijera.[114]

Iako je s jedne strane učinkovitija, dematerijalizacija je s druge strane zahtjevnija od intermedijacije. Dok je za posredno držanje vrijednosnih papira dovoljno isprave koje su o njima izdane predati intermedijeru na pohranu, izdavanje nematerijaliziranih vrijednosnih papira nije moguće bez posebnog pravnog okvira.[115] Na razdvajanja prava od isprave ne gledaju svi pravni poretci jednako. Za razliku od francuskog prava, koje je još početkom osamdesetih godina prošlog stoljeća pohrlilo dematerijalizirati cjelokupno tržište vrijednosnih papira, njemačko i austrijsko pravo dugo su se vremena odupirali pritiscima da se – osim subjektima javnog prava - izdavanje tzv. vrijednosnih prava omogući i subjektima privatnog prava.[116] Osim

[113] O imobilizaciji i dematerijalizaciji kao o dva načelna modela za knjigovodstvenu odnosno elektroničku namiru, v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.79; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.5, 8.8. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 291. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 194. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1219. – 1220. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 7. Po mišljenju *Thévenoza*, riječ je o dva inovativna pristupa koja su alternativno ili kumulativno korištena za „odčepljivanje cijevi“, v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 3. Uspostavu sustava posrednog držanja i dematerijalizaciju vrijednosnih papira *EFMLG* izdvaja kao dva glavna razvojna dostignuća koja su pospješila trgovinu financijskim instrumentima i omogućila bolje uvjete za trgovanje tim oblikom imovine, v. EFMLG, Harmonisation of the Legal Framework for Rights Evidenced by Book-Entries in Respect of Certain Financial Instruments in the European Union, Frankfurt am Main, 2003, str. 7. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1442. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 15. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 342. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 21; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5.

[114] O tzv. „kompjuterizaciji“ vrijednosnih papira, do koje je dovela potreba za knjigovodstvenom odnosno elektroničkom namirom, v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.1, 2.5; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 41.

[115] LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.9; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 41. Aronstein, Martin J., A Certificateless Article 8? We Can Have It Both Ways, The Business Lawyer; Vol. 31, January 1976, str. 727., 732. Guttman, Egon; Lemke, Thomas P., *op.cit*. (bilj. 15), str. 414. Aronstein, Martin J.; Haydock, Robert Jr.; Scott, Donald A., *op.cit*. (bilj. 111), str. 892. O nužnosti zakonskog temelja dematerijalizacije, koji treba osigurati da se na nematerijalizirane vrijednosne papire – jednako kao na vrijednosne papire o kojima su izdane isprave - primjenjuju pravila stvarnog prava v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-5. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 59., 226. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 199. – 200. U njemačkom pravu dva zakona omogućuju izdavanje nematerijaliziranih vrijednosnih papira: BSchuWG, koji se primjenjuje na tzv. registarske zbirne tražbine (njem. *Sammelschuldbuchforderungen*), i eWpG, koji se primjenjuje na elektroničke vrijednosne papire. U austrijskom pravu izdavanje nematerijaliziranih obveznica i udjela u investicijskim fondovima omogućila je novela öDepotG iz 2020. godine. O tome v. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 369., 375. *et seq*. Za razliku od njemačkog prava, u kojem je ograničenje po pitanju vrste vrijednosnih papira koji mogu biti izdani u „elektroničkom“ obliku ukinuto, austrijsko pravo još uvijek ne dopušta izdavanje dionica u formi digitalne zbirne isprave.

[116] Za potpunu dematerijalizaciju vrijednosnih papira u francuskom pravu v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 8; Financial Markets Law Committee, Issue 3 – Property Instruments in Investment Securities, International Overview, London, 2004 (u daljnjem tekstu: FMLC, International Overview), str. 2. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 101. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 118. Za austrijsko pravo v. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 371., 375. O inicijativama njemačke doktrine za širenje kruga potencijalnih izdavatelja vrijednosnih prava na subjekte privatnog prava, v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd.

pravnog okvira, dematerijalizacija zahtijeva određeni stupanj tehnološke zrelosti. Za (neposredno) držanje i raspolaganje nematerijaliziranim vrijednosnim papirima nužna je tehnologija koji omogućuje brz i siguran prijenos podataka između mjesta na kojem se transakcije sklapaju (*e.g.* burzi, koje upravljaju uređenim tržištem) i mjesta na kojem se sklopljene transakcije namiruju (*e.g.* transfernih agenata, koji vode izdavateljev registar vrijednosnih papira, ili središnjih depozitorija). Ni na tehnološki najnaprednijem svjetskom tržištu, kakvo je onomad bilo američko, stupanj razvoja tijekom sedamdesetih godina prošlog stoljeća – kad se biralo između alternativnih načina za uklanjanje isprava o vrijednosnim papirima iz pravnog prometa - nije omogućavao dematerijalizaciju vrijednosnih papira.[117]

Trenutna neprovedivost dematerijalizacije značila je da intermedijacija u tom trenutku nije imala alternativu. Ako promjena oblika u kojem se vrijednosni papiri izdaju nije moguća, jedino što preostaje promjena je načina njihovog držanja. Za „knjigovodstvenu" odnosno „elektroničku" namiru transakcija, vrijednosne papire (o kojima su izdane isprave) trebalo je držati posredstvom intermedijera. Upravo ta spoznaja potakla je velik broj ulagatelja, naročito onih koji su vrijednosnim papirima kanili aktivno trgovati, da neposredno držanje zamijene

32; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 222. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 8., 305. - 307., 601. *et seq.* Za razliku od njemačkog i austrijskog prava, švicarsko pravo (čl. 973c OR) nije ograničavalo krug potencijalnih izdavatelja nematerijaliziranih vrijednosnih papira ni vrste vrijednosnih papira koji se mogu izdati u nematerijaliziranom obliku. U švicarskom pravu većina dionica javnih dioničkih društava izdana je u nematerijaliziranom obliku. O tome v. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 201. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 92. O novoj vrsti „registarskih" vrijednosnih prava (čl. 973d OR), koja za razliku od „jednostavnih" vrijednosnih prava (čl. 973c) imaju učinke vrijednosnih papira v. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 373. Zellweger-Gutknecht, Corinne, Monnerat, Lucien, u: Omlor, Sebastian; Möslein, Florian; Grundmann, Stefan (ured.), Elektronische Wertpapiere, 2021, str. 8. *et seq*. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 90. Američko pravo oblik vrijednosnih papira prepušta izdavateljima na odabir; nematerijalizirani oblik nužno imaju samo državni dužnički vrijednosni papiri i udjeli u investicijskim fondovima. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 211. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 528. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 192., 194. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 234. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 45. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 181. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 5. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 560., 614. Guttman, Egon; Lemke, Thomas P., *op.cit*. (bilj. 15), str. 414. O dematerijalizaciji vrijednosnih papira u belgijskom pravu, uključujući obveznu dematerijalizaciju posredno držanih vrijednosnih papira na donositelja koji su uvršteni na uređeno tržište v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 62. - 63. Tison, Michel; van den Steen, Lientje, Intermediated securities under Belgian law: assessing the impact of the Geneva Securities Convention on the regulatory environment, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 220. O dematerijalizaciji vrijednosnih papira u engleskom pravu v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 385. – 386.

[117] Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 16. - 19. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 11. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 11. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 172. Osim što je motiviran praktičnim razlozima, odabir intermedijacije ima i političku dimenziju. Postojala je bojazan da bi decentralizacija namire transakcija s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima (kad bi se provodila u registrima izdavatelja) dodatno oslabila položaj New Yorka, kojem je ukidanje fiksnih brokerskih provizija i uvođenje decentraliziranog NASDAQ sustava ugrozilo status neprikosnovenog financijskog središta SAD-a. O razlozima zbog kojih dematerijalizacija vrijednosnih papira nije zaživjela na američkom tržištu v. i Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 314. – 315. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 303. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 358. – 359. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 45. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 559. – 532., 678. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-024.

posrednim.[118] Nekoć sveprisutni, neposredno držani vrijednosni papiri s vremenom su postali raritet, gotovo su iščezli.

Ni u trenutku njezine neprikosnovenosti, intermedijaciju pravna književnost nije smatrala trajnim rješenjem.[119] Loše strane posrednog držanja (*e.g.* rizik intermedijera, skrbnička naknada, gubitak neposrednog kontakta s izdavateljem) nagoviještale su mogućnost masovnog povratka na neposredno držanje čim se stvore uvjeti za provedbu dematerijalizacije.[120] Tada „knjigovodstvena" odnosno „elektronička" namira više ne može biti izgovor za posredno držanje jer se na isti način namiruju transakcije s neposredno držanim nematerijaliziranim vrijednosnim papirima. Iako prisutna, takva mogućnost nije izgledna.[121] U prvom redu, na dematerijalizaciju ne gledaju svi pravni poretci blagonaklono. Neki poput američkog te donedavno njemačkog i austrijskog ustraju u izdavanju isprava o vrijednosnim papirima smatrajući da dematerijalizacija nije ni potrebna, jer je „knjigovodstvenu" odnosno

[118] Mogućnost promptne namire transakcija bez fizičke isporuke vrijednosnih papira *Hakes* naziva glavnim opravdanjem posrednog držanja, v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 681. Za posredno držanje od strane aktivnih trgovaca v. i Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 267. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 533.

[119] U pravnoj književnosti učestalo se provlači teza o privremenom karakteru imobilizacije. U svom izvještaju iz 1989. godine pod nazivom „Clearance and Settlement in the World's Securities Markets" G30 zagovara imobilizaciju kao privremeni stadij na putu prema dematerijalizaciji, koja je konačni cilj. O tome v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.79; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 8.9; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 52. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 603. Svijest o pogodnostima dematerijalizacije i nemogućnosti njezine praktične provedbe tijekom sedamdesetih godina prošlog stoljeća dovela je do toga da i SEC imobilizaciju okarakterizira kao privremeno rješenje i međukorak na putu prema „društvu bez isprava". O tome v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 18. - 19. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 12. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 12. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 172. Dobar dio njemačke doktrine trajnu zbirnu ispravu smatra usputnom stanicom prema nematerijaliziranim vrijednosnim papirima. To ne znači da većina podupire potpunu dematerijalizaciju vrijednosnih papira jer je svjesna da minimalni zahtjevi i troškovi povezani sa skrbništvom zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ne ostavljaju prostor za dodatnu racionalizaciju. O tome v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 19. O žiro zbirnoj pohrani kao prvom koraku u smjeru dematerijalizacije v. i Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 3.

[120] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 784. *Hakes* je uvjeren da bi razvoj sustava za poravnanje i namiru neposredno držanih nematerijaliziranih vrijednosnih papira doveo do masovnog povlačenja vrijednosnih papira s pohrane jer ulagatelji više ne bi bili voljni snositi rizike kojima ih posredno držanje izvrgava. Dematerijalizaciju je inicijalno poduprla većina sudionika američkog tržišta vrijednosnih papira, prepoznavši da pospješuje učinkovitost namire ne raskidajući pritom neposredni odnos izdavatelja i ulagatelja. O tome v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 17. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 12. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 12. S druge strane, *Mooney* i *Kinami* (Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 558.) smatraju da se u pravnoj književnosti prekomjerno naglašava važnost uklanjanja isprava o vrijednosnim papirima - kako njihovog postojanja tako i korištenja u pravnom prometu - dok se drugim važnim pitanjima ne pridaje dovoljno značenje.

[121] *Mooney* (Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 320. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 560.) spada u red onih koji očekuje da bi se i nakon dematerijalizacije vrijednosni papiri nastavili držati posredstvom intermedijera. U suprotstavljeni kamp spada *Donald* (Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 5., 30. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 43.), koji posredno držanje nematerijaliziranih vrijednosnih papira smatra, ne samo nepotrebnim (jer ne omogućuje uštede), već i štetnim (jer generira (pravne) rizike). Za raspravu o tome u engleskoj pravnoj književnosti v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8.1 *et seq*. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 4., 6., 35. *et seq*.

„elektroničku“ namiru omogućila intermedijacija, ni opravdana, jer prednosti koje nosi nisu vrijedne pratećih nedostataka.[122] Osim toga, intermedijacija i dematerijalizacija su komplementarne, a ne međusobno isključive. Nema zapreke za posredno držanje nematerijaliziranih vrijednosnih papira. Štoviše, knjigovodstvena“ odnosno „elektronička“ namira transakcija s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima je učinkovitija ako ulagatelji vrijednosne papire ne drže neposredno već posredstvom intermedijera.[123] Razlog tome disperzija je njezine provedbe duž skrbničkog lanca.[124] Umjesto da se svaka pojedina transakcija namiruje u registru izdavatelja, namira se provodi na neto osnovi u evidencijama (različitih) intermedijera.[125]

2.5 Centralizacija zbirne pohrane i administriranja zbirno pohranjenih vrijednosnih papira

Već dulje vrijeme zamjetan je trend centralizacije zbirne pohrane i administriranja zbirno pohranjenih vrijednosnih papira kod središnjeg depozitorija (njem.

[122] Američka doktrina kritizira odluku zakonodavca da kao rješenje za „zakrčenost papirima“ novelom čl. 8. UCC iz 1978. godine ponudi novi pravni okvir za raspolaganje nematerijaliziranim vrijednosnim papirima. Ponuđeno rješenje doktrina smatra zastarjelim i suvišnim od trenutka kad je ugledalo svjetlo dana. Dematerijalizaciju vrijednosnih papira preduhitrila je dematerijalizacija postupka trgovanja. O tome v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 311. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 324., 333. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 560. – 562. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 557. Za zaključak SEC-a iz 1976. godine da „dematerijalizacija nije praktično rješenje“, v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 22. O ustrajanju izdavanja isprava u njemačkom pravu v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 30. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 430. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 10 Rd. 3a, 12; Heider, Karsten, *op.cit*. (bilj. 13), § 10 Rd. 62; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 307. Nepostojanje kritične mase zagovornika dematerijalizacije širokih razmjera njemačka doktrina objašnjava praktičnim teškoćama i nesagledivim troškovima, ako bi povlačila za sobom prelazak na obveznopravni model, odnosno nužnošću obuhvatne pravne reforme s izmjenom većeg broja propisa, ako bi se zadržao stvarnopravni model. O tome v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 10; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 19 - 20. Stupanjem na snagu eWpG proširena je mogućnost izdavanja nematerijaliziranih vrijednosnih papira, ali nije isključena mogućnost izdavanja isprava o vrijednosnim papirima. O tome kritički v. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 166. O razlozima zbog kojih u švicarskom pravu nije provedena potpuna dematerijalizacija v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 453.

[123] Mogućnost prijenosa posredovanih vrijednosnih papira u evidencijama intermedijera umjesto u registru izdavatelja ili upravitelja sustava za namiru rezultira vrlo efikasnom podjelom rada. O tome v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.23; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.14. Za učinkovitost posrednog držanja i neto namire v. i Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 258. Morton, Guy, *op.cit*. (bilj. 85), str. 8. Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 265.

[124] Za prijenos između dva klijenta istog intermedijera dovoljna je preknjižba u evidencijama tog intermedijera. Za prijenos između klijenata različitih intermedijera potrebna je preknjižba u evidencijama prvog – posredno gledano – „zajedničkog“ intermedijera, i to samo ako i u mjeri u kojoj vrijednosni papiri koji se prenose nisu „netirani“ (*i.e.* preknjižba kod intermedijera na višoj razini provodi se samo za razliku između ukupne količine vrijednosnih papira koju svaki od intermedijera na nižoj razini prima i isporučuje za svoje klijente). O tome v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 8. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 269. – 270. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8.57.

[125] Za nužnost izbjegavanja namire preknjižbama u registru izdavatelja v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 312. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 256., 258. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-035. O obračunu potrebnom za provedbu namire na neto osnovi v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 332. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1442. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 315. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.115.

Wertpapiersammelbank; *Zentralverwahrer*).[126] Umjesto mnoštva „običnih" intermedijera, u ulozi neposrednog posjednika isprava o vrijednosnim papirima na donositelja odnosno osobe upisane u registru izdavatelja vrijednosnih papira na ime sve češće se pojavljuje središnji depozitorij.[127] Takav vid zbirne pohrane sa središnjim depozitorijem u glavnoj ulozi u njemačkom i austrijskom pravu nosi naziv „žiro zbirna pohrana (njem. *Girosammelverwahrung*).[128]

Centralizacija počiva na institutu podskrbništva i rezultira nastankom skrbničkih lanaca. Vrijednosne papire koje primi od ulagatelja intermedijer u pravilu ne zadržava kod sebe već ih prepušta svom intermedijeru.[129] Ako sam nije središnji depozitorij, taj intermedijer prepušta ih svom intermedijeru, i tako sve dok vrijednosni papiri ne dosegnu središnji depozitorij. Kao što prepustivši vrijednosne papire intermedijer ne raskida pravni odnos s onim od koga ih je primio, tako ni primivši vrijednosne papire intermedijer ne uspostavlja pravni odnos s nekim od koga

[126] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 21; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 21. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 16. - 17. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 319. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 69; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 72; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.45; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-14. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 473. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 202. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 48. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 131.

[127] Financial Markets Law Committee, Issue 3 – Property Instruments in Investment Securities, Report on Research into the 1994 Revisions to Article 8 of the Uniform Commercial Code, London, 2005 (u daljnjem tekstu: FMLC, Property Instruments), str. 6. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 68; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02; Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 23. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 320. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 325. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 40. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 685. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 65. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 13. O razlozima zbog kojih se na američkom tržištu dionice u registru izdavatelja (trajno) vode na ime Cede & Co, koji takvim upisom stječe status dioničara i pravnog vlasnika dionica, v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 123, 160; Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 16., 24. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 11. - 12. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 14. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 315. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 46.

[128] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 16; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 219; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.44 - 18.45; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 17. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 122. – 123. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 146. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 22. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 3., 28. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/43.

[129] Propisi nerijetko pojmovno razlikuju neposrednog intermedijera (*e.g.* skrbnik (engl. *custodian*; njem. *Verwahrunsstelle*) u smislu čl. 4. FISA-e; relevantni intermedijer (engl. *relevant intermediary*) u smislu čl. 1. t. (g) Ženevske konvencije; krajnji intermedijer (njem. *Letztintermediär*) u smislu čl. 67a st. 5. r. 2. dAktG; posljednji posrednik u smislu čl. 297.a ZTD r. 2. ZTD) od ostalih intermedijera u skrbničkom lancu (*e.g.* podskrbnik (engl. *sub-custodian*; njem. *Drittverwahrunsstelle*) u smislu čl. 5. t. a. FISA-e; intermedijer (engl. *intermediary*) u smislu čl. 1. t. (d) Ženevske konvencije; intermedijer u lancu (njem. *Intermediär in der Kette*) u smislu čl. 67a st. 5. r. 1. dAktG; posrednik u smislu čl. 297.a st. 4. ZTD odnosno posrednik u lancu u smislu čl. 297.a st. 5. r. 1. ZTD). O razlici između skrbnika i podskrbnika u švicarskom pravu podrobnije Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 4 Rd. 2., Art. 5. Rd. 4; u engleskom pravu v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.20. O „relevantnom intermedijeru" u Ženevskoj konvenciji v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-39. U transparentnim sustavima, gdje središnji depozitorij vodi račune na ime ulagatelja dok brokeri i banke odgovaraju za obavljanje određenih djelatnosti intermedijera, taj pojam može, ovisno o kontekstu, označavati kako središnji depozitorij na vrhu skrbničkog lanca tako i brokera odnosno banku na njegovom dnu. O razlici između intermedijera u lancu i krajnjeg intermedijera u njemačkom pravu dioničkih društava v. Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 34 – 35; Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67a Rd. 9. O ulozi tzv. međuskrbnika (njem. *Zwischenverwahrer*) u smislu njemačkog prava v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 67. – 68. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 25.

ih nije primio. Skrbnički lanac, koji karakterizira obveznopravna veza dviju susjednih karika, proteže se od ulagateljevog intermedijera, koji je (naj)niža karika, do središnjeg depozitorija, koji je (naj)viša karika.[130] To što je središnji depozitorij neposredni posjednik isprava odnosno što je upisan u registar izdavatelja ne znači da su svi ulagatelji njegovi članovi. Članstvo središnjeg depozitorija odreda čine kreditne institucije i investicijska društva.[131] Razlozi mogu biti strogo formalne prirode, ako se članstvo uvjetuje pravnim statusom koji ulagatelj nema, ili čisto ekonomske prirode, ako se članstvo uvjetuje plaćanjem naknade koju ulagatelj nije voljan platiti ili nabavkom informatičke opreme koju si ulagatelj ne može priuštiti.[132]

Pravni poretci skloni su pospješiti centralizaciju ovlašćujući intermedijere da primljene vrijednosne papire proslijede uz skrbnički lanac.[133] Zakonsko ovlaštenje uklanja potrebu za

---

[130] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 218; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 26; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 32. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 29; Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1220. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 18. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit.* (bilj. 5), str. 90. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 305. – 306. Za američko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj.), § 5 Rd. 121. U njemačkom pravu skrbnički lanac rezultira stupnjevanim odnosom pohrane (njem. *abgestuftes Verwahrverhältnis*) i kaskadom, odnosno piramidom ugovora o depozitu. O tome v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 69, 141; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 22; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 63; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 26. Za englesko pravo v. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 34. - 35. Za švicarsko pravo v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 1; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 79. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 65. – 66. Za austrijsko pravo v. Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 145; Schacherreiter, Judith, *op.cit*. (bilj. 15), str. 337. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 5; Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 74.

[131] Za članstvo u CBF-u v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 16, 69; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 61, 63; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 28; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 7. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 473. Noack, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 6. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 31. Za članstvo u OeKB CSD-u v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/43; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-14. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 146. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 135. Za članstvo u SIX SIS AG-u v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 394. Za članstvo u CREST-u i Euroclearu v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 9.131; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.21, 2.56 *et seq.*, 8.77 – 8.78; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 14. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 55. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-075. Za članstvo u DTC-u v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 324. Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 233. O članstvu u središnjim depozitorijima i sustavima za namiru općenito v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 18; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.98; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 49., 67. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 70. – 71. Marjosola, Heikki, *op.cit*. (bilj. 23), str. 6.

[132] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 4. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8.78; Micheler, Eva, Modernising securities settlement in the U.K., Company Lawyer, 2002 (u daljnjem tekstu: Micheler, Eva, Modernising), str. 13. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 10. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-015

[133] Za švicarsko pravo v. čl. 9. st. 1. FISA; Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), .Art. 9 Rd. 5 – 6; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 91; Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 456. – 457. Švicarsko pravo presumira prešutni pristanak imatelja računa na prepuštanje vrijednosnih papira podskrbniku. Ne samo da skrbnik nije obvezan ishoditi *ex ante* pristanak imatelja računa već ga o tome nije obvezan ni *ex post* obavijestiti. Za njemačko pravo v. čl. 3. st. 1. i 5. st. 1. dDepotG; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 10; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 161. – 162. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 25., 30. U njemačkom pravu zakon načelno ovlašćuje skrbnika da vrijednosne papire primljene na pohranu prepusti podskrbniku. Po mišljenju dijela doktrine zakonsko ovlaštenje ne vrijedi ako podskrbnik nije središnji depozitorij (*i.e.* u slučaju tzv. kućne podskrbničke zbirne pohrane (njem. *Dritt-Haussammelverwahrung*)), kad je skrbniku potrebno ovlaštenje deponenta (čl. 5. st. 1. r. 2. dDepotG; čl. 1. st. (3) Depotbekanntmachung). Ovlaštenje deponenta nije potrebno za povjeravanje na žiro zbirnu

ishođenjem ugovornog ovlaštenja.[134] To što se temelji na zakonu ne znači da se takvom ovlaštenju ulagatelj ne može usprotiviti i da ga se – slijedom takvog protivljenja - intermedijer ne može ugovorom odreći. Primljene vrijednosne papire intermedijer ne smije prepustiti ako se ulagatelj tome usprotivio, a intermedijer je pristao povinovati se volji ulagatelja. Zakonsko ovlaštenje ne odnosi se nužno samo na domaće intermedijere odnosno na domaći središnji depozitorij.[135] Doduše, prepuštanje vrijednosnih papira stranom intermedijeru odnosno središnjem depozitoriju pravni poretci nerijetko uvjetuju (*e.g.* ne slabljenjem pravnog položaja deponenta)[136] ili ograničuju (*e.g.* podvrgnutošću njegovog poslovanja odgovarajućem javnopravnom nadzoru)[137]. O rizicima i troškovima podskrbništva, naročito u inozemstvu, intermedijeri su u nekim pravnim poretcima (*e.g.* švicarskom) obvezni pravovremeno obavijestiti ulagatelje na odgovarajući način.[138]

Centralizacija se u većini slučajeva provodi na razini države odnosno nacionalnog tržišta vrijednosnih papira.[139] Običaj je da vrijednosne papire izdane u određenoj državi okuplja

---

pohranu (kad je podskrbnik središnji depozitorij) i odvojenu pohranu. Nema, međutim, zapreke da se ugovorom podskrbništvo isključi ili uvjetuje suglasnošću deponenta. O tome v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 1 - 3. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 27 - 35; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 175. Uz to što ga ovlašćuje da vrijednosne papire povjeri na pohranu podskrbniku, austrijsko pravo dopušta skrbniku da svoju zakonsku obvezu držati zamjenjive vrijednosne papire na zbirnoj pohrani (čl. 4. st. 1. öDepotG) ispuni povjeravajući takve vrijednosne papire (kako vlastite tako i one koje su mu povjerili klijenti) na zbirnu pohranu središnjem depozitoriju. Za austrijsko pravo v. čl. 3. st. 1. i 4. st. 2. öDepotG; Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/43, 4/57; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-4. Za englesko pravo v. čl. 17. TA 2000; CASS 6.3.1R(1).

[134] O ugovornom ovlaštenju u engleskom pravu v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.19; Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 11. *et seq*.

[135] Za švicarsko pravo v. čl. 9. st. 1. FISA. *Witmer* (Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 9 Rd. 6) navodi da se pohrana stranih vrijednosnih papira kod podskrbnika u inozemstvu ne može izbjeći u praksi. Pohranu vrijednosnih papira u inozemstvu bez pristanka klijenta austrijsko pravo dopušta samo kad je riječ o vrijednosnim papirima izdanim u inozemstvu (čl. 3. st. 4. öDepotG). Za austrijsko pravo v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-9. Ni u njemačkim pravu zakonsko ovlaštenje ne odnosi se na pohranu u inozemstvu. Za inozemnu pohranu vrijednosnih papira pribavljenih u inozemstvu vrijedi ugovorno ovlaštenje iz t. 12(2) r. 1. SW. Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 34.

[136] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 9 – 11; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 93 - 94.

[137] Prepuštanje vrijednosnih papira stranom podskrbniku poslovanje kojeg nije podvrgnuto „primjerenom" nadzoru švicarsko pravo uvjetuje izričitom suglasnošću imatelja računa (čl. 9. st. 2. FISA). Za ocjenu primjerenosti nije nužno osloniti se na standard koji primjenjuje švicarsko nadležno tijelo. Po mišljenju *Witmera*, može se pretpostaviti da primjereni nadzor provode države članice EU i OECD-a. O tome v. Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 9 Rd. 11, 15. U njemačkom pravu posebno zakonsko ovlaštenje za prekograničnu žiro zbirnu pohranu (njem. *grenzüberschreitende Girosammelverwahrung*) vrijedi samo za onog stranog skrbnika koji u državi u kojoj ima sjedište obavlja poslove središnjeg depozitorija i koji je podvrgnut javnom nadzoru ili drugačijem nadzoru koji je jednako vrijedan za zaštitu ulagatelja (čl. 5. st. 4. r. 1. t. 1. dDepotG). Za austrijsko pravo v. čl. 39. st. 2. WAG 2018. Za englesko pravo v. CASS 6.3.4R(1).

[138] O obvezi iz čl. 11a. st. 6. FISA podrobnije v. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 75. – 76.

[139] Za preporuku G 30 da svako nacionalno tržište uspostavi središnji depozitorij vrijednosnih papira, koji će držati vrijednosne papire kojima se trguje na tom tržištu i centralizirati namiru transakcija s tim vrijednosnim papirima v. The Group of Thirty, *op.cit*. (bilj. 12), str. 7. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.19. U prošlosti centralizacija se provodila na razini burze vrijednosnih papira. Od sedam njemačkih tzv. *Kassenvereinen* koje su dotad postojale u mjestima gdje je poslovala burza vrijednosnih papira (s izuzetkom Bremena) nastala je početkom 1990. godine Deutsche Kassenverein AG (danas Clearstream Banking AG) sa sjedištem u Frankfurtu na Majni radi zbirne

središnji depozitorij te države.[140] Monopolistički položaj „nacionalnog" središnjeg depozitorija nerijetko proizlazi iz propisa države u kojoj se nalazi.[141] Kod vrijednosnih papira određene vrste (*e.g.* eurobondova) centralizacija nadilazi granice pojedine države. U tom slučaju pohranu odnosno upis u registar provodi jedan od nekolicine „međunarodnih" središnjih depozitorija (*e.g.* Euroclear ili Clearstream).[142]

Provedbom centralizacije povećavaju se izgledi za „knjigovodstvenu" odnosno „elektroničku" namiru transakcija s vrijednosnim papirima. Što je udio vrijednosnih papira na određenom tržištu okupljenih u zbirnom portfelju središnjeg depozitorija (u njemačkom i austrijskom pravu tzv. žiro zbirnom portfelju) veći, veći su i izgledi da se transakcija s takvim vrijednosnim papirima namiri „knjigovodstveno" odnosno „elektronički".[143] Izgledi da je za namiru transakcija potreban prijenos neposrednog posjeda isprava odnosno preknjižba u registru izdavatelja rastu s porastom udjela vrijednosnih papira koji čine zbirne portfelje pojedinih intermedijera (u njemačkom i austrijskom pravu tzv. kućne zbirne portfelje). Potreba

pohrane i provedbe žiro prometa vrijednosnih papira u Njemačkoj. Za konsolidaciju njemačkih *Kassenvereine* v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 19; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 64; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 28; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 13. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 66. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 72. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 31. Premda austrijsko pravo predviđa postojanje središnjih depozitorija u mjestima gdje burze vrijednosnih papira imaju sjedište (čl. 1. st. 2. öDepotG), danas u Austriji – kao i u Njemačkoj – postoji samo jedan središnji depozitorij: OeKB CSD. Za ulogu OeKB CSD v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/43; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-14. Za genezu švicarskog središnjeg depozitorija (izvorno SEGA, danas SIX SIS AG) v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 62; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 393. *et seq*.

[140] Tzv. „načelo matične države" (engl. *Home Country Principle*) posljedica je bitno jednostavnije i jeftinijeg administriranja vrijednosnih papira kad su oni pohranjeni u središnjem depozitoriju matične države. O tome v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 19., 21. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-9. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.77; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 33; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 184. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 550., 594. – 595. O pohrani stranih vrijednosnih papira u domaćem središnjem depozitoriju može biti govora samo ako se tim vrijednosnim papirima trguje na domaćoj burzi. O podobnosti isključivo vrijednosnih papira domaćih izdavatelja za pohranu u CREST-u v. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-075. O *de facto* monopolu središnjeg depozitorija na domaćem tržištu v. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 8., 18.

[141] O tome da propisi nekih država ne dopuštaju pohranu domaćih vrijednosnih papira u inozemstvu v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-4.

[142] O međunarodnim središnjim depozitorijima v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 14. – 16. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 8.10; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-16, 4-8. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 22. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 254. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 68. – 69. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 408. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.20; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 75 *et seq*. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 9. – 10. Vrijednosne papire međunarodni središnji depozitoriji ne drže kod sebe na pohrani već se u tu svrhu oslanjaju na druge skrbnike (uključujući nacionalne središnje depozitorije). U međunarodne središnje depozitorije *Kammel*, *Jergitsch*, *Palla* i *Jöllinger* ubrajaju i SIX SIS sa sjedištem u Zürichu.

[143] Donald, David C., *op.cit.* (bilj. 5), str. 17., 39. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 12. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 12., 14. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1444. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 60, 68; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-02; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 75 – 76; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 123. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 545. Einsele, Dorothee, Das Kollisionsrecht Intermediär-verwahrter Wertpapiere, EuZW 2018 (u daljnjem tekstu: Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht), str. 402.

za takvim prijenosom odnosno preknjižbom namiru usporava i poskupljuje čineći je manje efikasnom.[144]

Specifičan slučaj centralizacije izdavanje je vrijednosnih papira namijenjenih zbirnoj pohrani, umjesto u obliku zbirne isprave, u nematerijaliziranom obliku kao zapisa u registru kojim upravlja središnji depozitorij. Žiro zbirna pohrana ne može se izbjeći kad je riječ o zbirno upisanim elektroničkim vrijednosnim papirima u njemačkom pravu, odnosno digitalnim zbirnim ispravama u austrijskom pravu.[145]

2.6 Pravni rizik povezan s posrednim držanjem

U nemalom broju pravnih poredaka držanje vrijednosnih papira posredstvom intermedijera i sudjelovanje u transakcijama s posredno držanim vrijednosnim papirima ulagatelje i sudionike tih transakcija izvrgava značajnom pravnom riziku.[146] Riječ je o riziku nastanka štete zbog neodgovarajućeg materijalnopravnog i kolizijskopravnog uređenja takvog načina držanja vrijednosnih papira i raspolaganja tako držanim vrijednosnim papirima. Pravni rizik stvara neizvjesnost oko toga koje je pravo mjerodavno i kako to pravo tumačiti i primjenjivati.[147] Jasne i pouzdane kolizijske norme nisu dovoljne za pravnu sigurnost, ako je mjerodavno materijalno pravo nejasno, nepotpuno ili zastarjelo.[148] Ako se pak u slučajevima s međunarodnim elementom mjerodavno pravo ne može utvrditi brzo, jednostavno i sigurno,

---

[144] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 1, 20; Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 1; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 71 - 72; Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 23. – 24. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-15

[145] Za njemačko pravo v. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 154. Za austrijsko pravo v. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 56.

[146] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.37; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 205. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 8. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 8.28; Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 17. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 372. Morton, Guy, *op.cit*. (bilj. 85), str. 4. *et seq*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 75. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 359. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 131. *et seq.* Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 979., 981. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 309. - 310. O pravnom riziku kod financijske imovine v. Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 7. Po mišljenju *Thévenoza*, pravna nesigurnost i neprikladnost posebno dolaze do izražaja kod netjelesnih stvari, koje su pravna tvorevina. O velikom stupnju pravnog rizika kao posljedici nesklada između tradicionalnih pravila stvarnog prava i suvremene prakse na koju bi ta pravila trebalo primijeniti v. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 1.

[147] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 10. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 30. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 134. *et seq.* Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 125. O tome u kontekstu država članice Europske Unije v. EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 15. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 271. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 25), str. 18. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 30. Za potrebu postojanja jasnih, specijaliziranih kolizijskih normi za posredno držane vrijednosne papire v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 385.

[148] Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 12. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 75; Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 330. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 74. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 77., 332. – 333., 413. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 132. The Giovannini Group, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, April 2003, str. 14. *Contra McFarlane* i *Stevens*, koji dodatno usklađivanje odredaba materijalnog prava na razini EU ne smatraju potrebnim pod uvjetom da su relevantne kolizijske norme jasne i neprijeporne, v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 59.

pravna sigurnost nije dostižna ni uz sveobuhvatno i dosljedno materijalnopravno uređenje. Kvaliteta materijalnopravnih rješenja ne može doći do izražaja, ako nije jasno mogu li se ona uopće primijeniti.

Čak ni izvjesnost glede mjerodavnog prava te jasnoća i potpunost njegovog sadržaja nisu jamstvo pravne sigurnosti. Podriva je inkompatibilnost relevantnih materijalnopravnih i/ili kolizijskopravnih rješenja kod, u novije doba vrlo zastupljenog, prekograničnog držanja vrijednosnih papira.[149] Prekogranična kompatibilnost pokazala se barem jednako važnom kao unutarnja koherentnost, robusnost i transparentnost.[150] Operativni i sistemski rizik neizbježna je posljedica ispreplitanja tržišta na kojima vrijede neusklađena pravna pravila.[151] Važnost materijalnopravne kompatibilnosti potencira mogućnost da na pojedinim karikama skrbničkog lanca mjerodavno bude različito materijalno pravo.[152] Kompatibilnost zahtijeva usklađivanje materijalnog i međunarodnog privatnog prava pojedinih pravnih poredaka. Mišljenja se razlikuju oko toga što i u kojoj mjeri treba uskladiti te, od toga što treba, što se uopće može uskladiti.[153] Razlike u mišljenjima ne iznenađuju ima li se u vidu nejasnoće oko toga što i u

[149] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 4., 16. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 5. Ooi, Maisie, Intermediated Securities: The Choice of a Choice of Law Rule, u: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities, str. 219. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-1. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 54. – 56., 59. Löber, Klaus, The Disposition of Rights and Transfer between Accounts u: UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities, Paris – France, 2006, str. 31. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 139. *et seq*. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 148), str. 14. O pozitivnom utjecaju usklađivanja na pravni rizik v. i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 235., 237.

[150] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 1 Rd. 17; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 80; Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 35. - 36. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 54. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 149. Zbog povezanosti i isprepletenosti nacionalnih tržišta vrijednosnih papira, osiguranje i unaprjeđenje prekogranične kompatibilnosti sustava za posredno držanje vrijednosnih papira najvažniji je pravnopolitički cilj FISA-e, v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts FISA Rd. 21 - 22.

[151] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 6. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 403. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 5; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 63. O pozitivnom utjecaju usklađivanja na sistemski rizik v. i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 235.

[152] Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 41. *Cf*. Morton, Guy, *op.cit*. (bilj. 85), str. 9., koji smatra da pitanje kompatibilnosti nije sistemskog karaktera.

[153] O usklađivanju afirmativno Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 568. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 403. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 30. – 31. O potrebi izgradnje europskog pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 121. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 148), str. 14. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES: COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE COUNCIL AND THE EUROPEAN PARLIAMENT, Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, COM(2004) 312 final, str. 24. – 25. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 253. *et seq*. Benjamin, Joanna, Financial Law, Oxford, 2007, Rd. 19.37; EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 16. O usklađivanju negativno v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 34., 59. Moffatt, Paula, The standardisation of conflicts of laws rules for intermediated securities within the EU: Holy Grail or red herring?, https://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/33245/1/10754_Moffatt.pdf, str. 3., 5., koja stajalište da sveobuhvatna reforma međunarodnog privatnog prava nije nužna temelji na izostanku sporova vođenih na tu temu. Za tezu da je, po pitanju materijalnopravnog usklađivanja, Ženevskom konvencijskom dosegnut maksimum i da su daljnji napori u tom smjeru na jednak (*i.e.* funkcionalan) način neproduktivni v. Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 2., 16., 24.

kojoj mjeri ometa prekogranično držanje vrijednosnih papira posredstvom intermedijera i raspolaganje tako držanim vrijednosnim papirima.[154]

Neusklađenost je, po jednima, posebno otegotna kad se tiče prosudbe naravi prava glede vrijednosnih papira, dosega zakonskog uređenja, podobnosti za pripis na račun vrijednosnih papira ili pravnih učinaka takvog pripisa.[155] Narav je negdje stvarnopravna, drugdje obveznopravna, a negdje mješovita[156]; zakonsko uređenje na različitim mjestima različito je ograničeno *ratione materiae* ili *ratione personae*;[157] ono što je negdje podobno za pripis drugdje nije; pripis na račun negdje ima konstitutivni (*e.g.* FISA, čl. 8. UCC 1994 i Ženevska konvencija), a drugdje deklaratorni učinak (*e.g.* njemačko i austrijsko pravo).[158] Po nekima, uskladiti treba zaštitu prava ulagatelja od zahvata intermedijerovih vjerovnika, pretpostavke za zasnivanje i ostvarenje prava radi osiguranja, mogućnost i pretpostavke za *bona fide* stjecanje te „pljenidbu na višoj razini".[159] Po drugima, sklad treba postojati po pitanju pravnih pretpostavki za valjani prijenos, primjenjivosti neusklađenih načina raspolaganja, učinka neto namire, konačnosti i neopozivosti, mogućnosti provedbe uvjetnih pripisa te raspoređivanja

[154] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 50, 52; Najvećom smetnjom za prekogranično posredno držanje *Kuhn* smatra ograničeno područje primjene nacionalnog zakonskog uređenja. Na pitanje u kojoj mjeri razlike među pravima, kako po pitanju osnovnih postulata tako i po pitanju provedbenih detalja, ometaju prekogranično posredno držanje vrijednosnih papira *Kuhn* ne nudi konkretan dogovor već samo konstatira da ga nije jednostavno pronaći.

[155] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 35; Po mišljenju *Thévenoza* (Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 26.), razlike u poimanju naravi prava ulagatelja i ostalih imatelja računa glavni su razlog inkompatibilnosti i značajna konceptualna smetnja za njezino rješavanje. O razlikama u naravi prava ulagatelja kao uzroku brojnih pravnih teškoća i velikoj smetnji kod prekogranične pohrane v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 441., 444., 450. O nužnosti reforme odnosno modernizacije materijalnog prava naročito u dijelu koji se odnosi na narav prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira v. i The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 148), str. 14. – 15. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 413.

[156] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 118. Einsele, Dorothee, The Book-Entry as Linchpin of Further Discussions u: UNIDROIT, "Legal Risk and Market Efficiency", UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Rome, November 2003, (Report February 2004), str. 27. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 51.

[157] Nije rijedak slučaj da se pravni okvir primjenjuje samo na određene vrste imatelja računa i određene vrste intermedijera ili pak samo na vrijednosne papire koji su pohranjeni u lokalnom depozitoriju. Primjerice, nizozemska SASTA primjenjuje se samo na članove nizozemskog sustava za poravnanje i namiru vrijednosnih papira, belgijski AR ne primjenjuje se na račune vrijednosnih papira koje drži intermedijer koji nije povezan s priznatim sustavom za namiru, a španjolski Real Decreto 116/1992 ulagatelju priznaje pravo vlasništva samo ako vrijednosne papire drži na registriranom individualnom računu u Iberclearu ili kod članova Ibercleara, v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 37 – 39.

[158] Na značajne razlike između pravnih poredaka u pravnim učincima upisa na račune vrijednosnih papira upozorava i *Thévenoz*, v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 5. Pravni učinak upisa na račune vrijednosnih papira spada među pitanja koja je ekspertna skupina („Legal Certainty Group") Europske komisije izdvojila naglasivši potrebu za njihovim usklađivanjem na europskoj razini, v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 79; Micheler, Eva, Entwicklung, *op.cit*. (bilj. 76), str. 379. O nedostatku i neadekvatnosti zakonskog uređenja pravnog značenja preknjižbi na prijenos prava na vrijednosnim papirima v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 28.

[159] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 219. – 220. O problematičnosti nacionalnih razlika u stečajnom pravu i pretpostavkama za perfektnost prava radi osiguranja v. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 19. *et seq*.

manjka.[160] Ako se već ne može uskladiti narav prava, ono što bi – po nekima - trebalo uskladiti učinak je pripisa na račun vrijednosnih papira.[161]

Usklađivanje bitno različitih pravnih poredaka nije – ako je uopće moguć - nimalo lak zadatak. Otežava ga ili čak onemogućuje nužnost očuvanja unutarnje koherentnosti pojedinog pravnog poretka.[162] Usklađivanje jednog dijela pravnog poretka s takvim dijelovima drugih pravnih poredaka ne smije rezultirati neusklađenošću tog dijela s ostalim usko vezanim dijelovima istog pravnog poretka. Za unutarnju koherentnost nužno je da pravni okvir držanja i raspolaganja zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima, i nakon izmjene kojom je postao prekogranično kompatibilan, bude u skladu sa stvarnim, obveznim i stečajnim pravom, koja se među pravnim poretcima znatno razlikuju. Utjecaj tih razlika na mogućnost usklađivanja podijelio je doktrinu. Po mišljenju *Haentjensa*, sklad je moguće postići zahvaljujući niskom stupnju ili čak potpunom izostanku unutarnje koherentnosti u većini pravnih poredaka [163] Ako te koherentnosti nema ili je niska, nema razlog ni za bojazan da bi je izmjene namijenjene postizanju prekogranične kompatibilnosti mogle značajnije ugroziti.[164] Zagovornici oprečnog mišljenja (*Giovanninijeva skupina*, *EFMLG*) takve razlike smatraju smetnjom zbog uske povezanosti dijelova pravnog poretka koji će ostati neusklađeni s onima koje se namjerava uskladiti.[165] Dokle god one postoje, prekogranična kompatibilnost ne može se postići bez narušavanja unutarnje koherentnosti. Po mišljenju *Micheler*, usklađivanje ako već ne omogućuje onda barem znatno ometa naglašena sklonost nacionalnih pravnih poredaka slijediti puteve koje je utrla pripadajuća im doktrina (engl. *doctrinal path dependence*). Pravna doktrina, koja se znatno razlikuje od države do države, ograničavajući je faktor kod razvoja prava.[166] Pravo se može razvijati samo u gabaritima koje je odredila doktrina.[167] Radi očuvanja pravne sigurnosti i predvidivosti, doktrina je sklonija rastezanju postojećih pravnih instituta, čak i ako to predstavlja pravnu akrobaciju, nego eksperimentiranju s novim, nepoznatim joj pravnim

[160] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 13.
[161] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 353.
[162] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 237., 319. O zahtjevu unutarnje koherentnosti v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 146.
[163] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 326.
[164] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 320. Po mišljenju *Haentjensa*, pravni poretci u većini su slučajeva inkoherentni ili slabo koherentni tako da između pravnog okvira držanja i raspolaganja zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima ili ne postoji logička dosljednost ili postoji mali broj zajedničkih načela.
[165] The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 25), str. 54., 60. EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 22.
[166] Micheler, Eva, English and German securities law: a thesis in doctrinal path dependence, Law Quarterly Review, 2007 (u daljnjem tekstu: Micheler, Eva, English and German), str. 255. Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence, *op.cit*. (bilj. 79), str. 17.
[167] Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 283. Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence, *op.cit*. (bilj. 79), str. 15., 53.

institutima.[168] Doktrinarne zasade glavni su krivac zbog kojeg je prekogranično usklađivanje moguće samo na funkcionalnoj osnovi.[169]

To što pravno uređenje posredno držanih vrijednosnih papira ni u materijalnopravnom ni u kolizijskopravnom smislu u većini slučajeva nije odgovarajuće posljedica je dugotrajnog zanemarivanja, koje je stvorilo dubok jaz između pravne norme i tržišne stvarnosti.[170] Dok se način provedbe transakcija na tržištu stubokom mijenjao potaknut intenzivnom globalizacijom i integracijom tijekova novca i kapitala, naglim razvojem sredstava elektroničke komunikacije i njihovom dostupnošću većem broju korisnika te eksponencijalnim povećanjem volumena i učestalosti sklapanja transakcija, pravno uređenje ostalo je gotovo jednako još od vremena kad su se vrijednosni papiri izdavali isključivo u formi pojedinačnih isprava i držali neposredno.[171] Zaostajanju prava za praksom dugo vremena nije se pridavalo veliko značenje. Razloga je nekoliko.[172] U prvom redu, riječ je o grani prava koja uređuje ne toliko atraktivno područje poravnanja i namire transakcija s vrijednosnim papirima. Kao ni komunalna, ni tržišna infrastruktura ne privlači pozornost koju zavređuje dokle god funkcionira bez većih teškoća pružajući korisnicima barem minimum onoga što očekuju. Usprkos troškovima i zastojima povezanim s korištenjem dotrajale i preopterećene infrastrukture, činjenica da ona još uvijek služi svrsi katkad je dovoljna da odvrati pozornost njezinih korisnika i onih koji su zaduženi za

[168] Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 254. Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence, *op.cit*. (bilj. 79), str. 14. - 15.
[169] Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 256., 284. Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence, *op.cit*. (bilj. 79), str. 17., 53.
[170] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 8. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.66; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 41., 371. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 27. – 28. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 25), str. 55. O pravnom anakronizmu kao glavnom izvoru pravnog rizika v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.13; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 16. O öDepotG kao reliktu, koji odlikuje zastarjela struktura i terminologija, zbog čega nije blizak praksi v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 1-2, 1-7. Za ocjenu da je njemački pravni okvir zastario v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 194., 430. Segna, Urlich, The Geneva Securities Convention, the future European legislation, and their impact on German law, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 249. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 449. Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 282.
[171] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 8. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 8. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 2-2. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 36. UNIDROIT, The UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, Position Paper, August 2003, str. 7. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 133. O pravnom riziku kao posljedici kaskanja prava za tržišnom praksom v. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.4. O nuždi izmjene odnosno dopune važećeg pravnog okvira uslijed promjene tržišne prakse v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 7. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 444. Izmjene dDepotG reakcija su njemačkog zakonodavca na tehnički napredak, internacionalizaciju trgovine vrijednosnim papirima i harmonizaciju europskog prava, v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 2. Potrebu da engleski pravni okvir uhvati korak s tržišnom stvarnošću spominje i FMLC, v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 34. Zaostajanje prava za praksom spominju i *Combs* (Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 399.), *Kuhn* (Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts FISA Rd. 1), *Goode*, *Kanda* i *Kreuzer* (Goode *et al.*, *op.cit.* (bilj. 5), Rd. Int–5), *Dittrich* (Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 2) te *Potok* (Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 205.). *Mooney* upozorava na negative posljedice primjene stvarnopravne konstrukcije u kontekstu koji se suštinski razlikuje od okruženja u kojem su načela stvarnog prava nastala i razvila se, v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit.* (bilj. 5), str. 349.
[172] Rogers, James S., u: Guynn, Randall D. *et al.*, *op.cit*. (bilj. 10), str. 63.

njezinu funkcionalnost od rizika koji nastaju propustom da je se pravovremeno osuvremeni i odtereti. Prilagodbu prava tržištu sputavala je tehnička narav materije.[173] Što je držanje i raspolaganje vrijednosnim papirima postajalo složenije i sofisticiranije, odmičući se pritom sve više i više od donedavno uvriježenog i stoljećima prakticiranog načina, izmicalo je pozornosti sve većeg broja pravnih praktičara opće provenijencije naviknutih na neposredno posjedovanje isprava o vrijednosnim papirima i preknjižbe u registru izdavatelja. Dugovječnost neodgovarajućeg pravnog uređenja omogućio je i izostanak značajnijih sporova.[174] Pozivi doktrine za sveobuhvatnom reformom pravnih temelja skrbništva nisu imali odjeka u financijskoj industriji niti su nailazili na razumijevanje nadležnih državnih tijela, koji su održavanje *statusa quo* opravdavali prividnom funkcionalnošću postojećeg pravnog uređenja utemeljenog na općim pravilima stvarnog, obveznog i stečajnog prava. Percepcija se počela mijenjati nakon sloma tržišta vrijednosnih papira u listopadu 1987. godine, koji je razotkrio teškoće u primjeni zastarjelih propisa na suvremene tržišne odnose.[175] Razvidno je postalo da formalnosti koje u određenim okolnostima imaju poželjnu, pravozaštitnu ulogu u drugima djeluju kontraproduktivno otežavajući i poskupljujući pravni promet. Neke od pravnih pretpostavki i zahtjeva utemeljenih na tradicionalnim pravnim institutima, koji su svojedobno figurirali kao jamac pravne sigurnosti, promjenom načina držanja i raspolaganja vrijednosnim papirima postali su smetnja za pravni promet, koja trati vrijeme i stvara troškove.[176] Američki zakonodavac reagirao je na pokazatelje da nesigurnost u primjeni čl. 8. UCC 1978 na moderni sustav posrednog držanja može osujetiti nastojanja za ograničenjem ili stavljanjem pod kontrolu rizika u vrijeme tržišnih poremećaja.[177] Na reakciju nagnala ga je spoznaja da pravno uređenje,

[173] Rogers, James S., u: Guynn, Randall D. *et al.*, *op.cit*. (bilj. 10), str. 63. O tehničkoj naravi materije v. i Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.18; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 335. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 17. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 8. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2.

[174] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 291. Kuhn, Hans, Outlook from the Perspective of Domestic Law Reform, u: UNIDROIT, "Legal Risk and Market Efficiency", UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Rome, November 2003, (Report February 2004), str. 34. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 96; Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 476. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 429.

[175] O noveli čl. 8. UCC iz 1994. kao reakciji na taj tržišni slom v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1445. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 26. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 13. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 201. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 138. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 360. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 47. Mooney Jr., Charles W., The Roles of Individuals in UCC Reform: Is the Uniform Law Process a Potted Plant? The Case of Revised UCC Article 8, Oklahoma City University Law Review, [Vol. 27 2002], str. 562. *et seq*. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 161. *et seq*. O pozitivnom utjecaju modernog pravnog uređenja na posljedice recentnih kriznih situacija na financijskim tržištima v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 78. O značajnoj materijalizaciji pravnog rizika u vrijeme tržišnih poremećaja v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 239.

[176] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 8.

[177] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1445. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 328. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 316.

ako je zastarjelo, može destabilizirati sustav za poravnanje i namiru potencirajući time sistemski rizik umjesto da ga ublaži stvaranjem preduvjeta za neprekinutu, sigurnu i učinkovitu provedbu poravnanja i namire sklopljenih transakcija.[178] Švicarskog zakonodavca na aktivnost je potakla – inače državnom intervencionizmu i normativnim reformama nesklona – financijska industrija nakon suočavanja s teškoćama prilikom pokušaja da institucionalnim klijentima i stranim nadzornim tijelima na zadovoljavajući način objasni važeće pravno uređenje skrbništva. Takav poticaj rezultat je uvjerenja da pouzdano i transparentno pravno uređenje daje značajnu komparativnu prednost u međunarodnoj tržišnoj utakmici.[179] Zbog toga što sustav posrednog držanja vrijednosnih papira spada među temelje financijskih tržišta i njihove infrastrukture, pravno uređenje posredno držanih vrijednosnih papira utječe na stabilnost financijskog sustava.[180] Ta činjenica nije promakla švicarskom zakonodavcu (čl. 1. st. 2. r. 2. FISA).

Nastojanja da se nacionalno pravo osuvremeni na način koji osigurava prekograničnu kompatibilnost suočila su se s brojnim izazovima. U prvom redu, pravnom uređenju pohrane vrijednosnih papira države ne pristupaju jednako. Spoznaja da se zaštita ulagatelja ne može postići bez odgovarajuće intervencije zakonodavca u nekim pravnim poretcima potječe još iz 19. stoljeća.[181] U novije doba podstrek zakonodavnoj aktivnosti dale su nedoumice i prijepori oko naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, koje su neke države (*e.g.* SAD, Kanada, Švicarska) odlučile ukloniti ozakonjenjem novog prava *sui generis*.[182] U drugim

[178] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1436. – 1438. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 784. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 191. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 235.

[179] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts FISA Rd. 12; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 292. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 102. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 429.

[180] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 1 Rd. 19; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 34.

[181] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.33; Donošenje dDepotG 1896. (*i.e.* prednika dDepotG, koji se sa donekle izmijenjenim i dopunjenim sadržajem održao do današnjih dana) reakcija je na brojne malverzacije različitih banaka koje su izašle na vidjelo 1891. godine i skrenule pozornost na nepostojanje odgovarajuće zaštite klijenata. Osim zaštite depozitnih klijenata od pravnih i poslovnih rizika koji mogu nastati interpolacijom skrbnika, dDepotG treba omogućiti urednu i dinamičnu trgovinu vrijednosnim papirima, uravnotežiti interese deponenata i depozitara te zajamčiti jasne stvarnopravne odnose kod ugovora o depozitu. O tome v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 2. Ni u američkom pravu zakonodavna aktivnost nema bitno drugačiju povijest. Zakonsko nametanje imobilizacije materijaliziranih vrijednosnih papira i kodifikacija posrednog držanja vrijednosnih papira novelom Zakona o vrijednosnim papirima („Securities Act“) 1975. godine reakcija je američkog zakonodavca na propast stotinjak brokera krajem šezdesetih i početkom sedamdesetih godina dvadesetog stoljeća. O tome v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 9. - 10. Joo, Thomas W., Who Watches the Watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor Confidence, and the Subsidization of Failure, Southern California Law Review, [Vol. 72:1071 1999], str. 1083. *Ratio* novele čl. 8. UCC iz 1994. godine zaštita je ulagatelja od intermedijerovih vjerovnika, koja je postignuta tako što je ulagateljevom pravu priznata stvarnopravna narav unatoč neraspoređenosti i posrednom držanju vrijednosnih papira. O tome v. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 400. Zahvat u legislativu kroz implementaciju ujednačene modelske klauzule zagovaraju i *Schwarz* i *Benjamin*, v. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 327. O ciljevima zakonskog uređenja tog pravnog područja v. i Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-008.

[182] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 36. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 982. – 983. Po mišljenju *Thévenoza*, novi oblik financijske imovine iziskivao je novi pravni okvir. Nastanak i raspolaganje knjižnim efektima nije se moglo na prikladan način objasniti, a kamoli

pravnim poretcima još uvijek se intenzivno raspravlja o prednostima i nedostacima kodifikacije te pravne materije i, u slučaju kodifikacije, usklađenosti s pravnim uređenjima drugih država.[183] Protivnici kodifikacije prkose dominantom poimanju zakonskog uređenja kao preduvjeta modernizacije financijskog sustava i eliminacije transakcijske nesigurnosti.[184] Osim različitog pristupa pravnom uređenju, različita pravna tradicija i drugačije povijesno nasljeđe kumovali su značajnim i, pokazat će se, teško premostivim razlikama u pravnom uređenju pohrane od države do države.[185] Ono što je u jednom pravnom poretku neposredno stvarno pravo na vrijednosnom papiru, u drugom pravnom poretku tražbina je prema neposrednom intermedijeru i/ili stvarno pravo na imovini koju drži taj intermedijer. Bojazan od nesavladivosti materijalnopravnih prepreka pozornost je usmjerila na međunarodno privatno pravo

---

urediti pravilima stvarnog ili obveznog prava. O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 4. O nužnosti zakonodavčeve intervencije u pravima poput belgijskog i luksemburškog s ciljem uvođenja „posebne vrste vlasništva" v. Liang, Wenwen, *op.cit.* (bilj. 5), str. 46. Slično i Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-008 – 18-012.

[183] Za takve rasprave u engleskom pravu v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 34., 59. Moss, Gabriel, Intermediated Securities: Issues arising on Insolvency, u: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities, str. 68. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 8. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 101. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 155. – 156. *McFarlane* i *Stevens* protive se takvoj intervenciji zakonodavca smatrajući da se sva pitanja koja se pojave u praksi mogu riješiti odgovarajućom primjenom postojećih pravnih instituta. Ustrajnost na primjeni pravnih instituta *McFarlane* i *Stevens* opravdavaju inherentnom fleksibilnošću engleskog precedentnog prava, koje kroz dulje vrijeme kontinuirano omogućuje i pospješuje razvoj novih, poslovno korisnih tržišnih praksi. Suzdržanost spram kodifikacije kod njih je posljedica bojazni da bi uvođenje specifičnog zakonskog okvira spriječilo inovacije i razvoj postojećih pravnih instituta, izazvalo neočekivane poteškoće u odnosu s ostalim dijelovima pravnog sustava, dalo povoda za sporove oko područja primjene, dodatno zakompliciralo pravni sustav povećavši time troškove njegovim korisnicima i pravo učinilo nedosljednim dajući različit odgovor na isto pitanje ovisno o tome primjenjuje li se pravni okvir ili ne. Oprečno stajalište zauzeo je *FMLC*, koji zagovara zakonodavčevu intervenciju uvjeren u nemoć postojećih pravnih instituta da se s uspjehom uhvate u koštac s praktičnim izazovima koje stvaraju posredno držani vrijednosni papiri. Intervenciju zakonodavca namijenjenu pravnoj harmonizaciji podržava i *Moss* smatrajući je poslovno opravdanom i poželjnom u slučajevima kad postoji realna opasnost od sudske nedosljednosti i posljedične pravne nesigurnosti. Izradu zasebnog skupa pravila zagovara i *Johansson*, koja smatra da su zbirno pohranjeni vrijednosni papiri prerasli postojeći sustav stvarnog prava i prava vrijednosnih papira. Za *McFarlanea* i *Stevensa* dodatno usklađivanje odredaba materijalnog prava na razini EU nije potrebno pod uvjetom da su relevantne kolizijske norme jasne i neprijeporne. *Gullifer* iznosi tezu da, čak i ako je moguće većinu pravnih pitanja vezanih uz posredovane vrijednosne papire riješiti „normalnim" pravnim institutima, legislativa je nužna za pojašnjenje preostalih nedoumica. Po mišljenju *Zaccarije*, zakonodavčeva intervencija – iako neizgledna - potrebna je i poželjna radi uklanjanja postojećih nedoumica i popunjavanja preostalih pravnih praznina. Slično i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.31.

[184] Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 404. Zakonodavnu intervenciju na europskoj razini zagovara i ekspertna skupina („Legal Certainty Group") Europske komisije u svom savjetu iz kolovoza 2006. godine. O tome v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 19.37. Modelsko zakonsko uređenje radi uklanjanja kreditnog rizika intermedijera zagovaraju *Schwarcz* i *Benjamin*, v. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 327. – 330. To načelno podržava i *Kim* (Kim, Kon Sik, A Civil Law Jurist's Perspective on Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities; A Comment on Schwatcz & Benjamin, Duke Journal of Comparative & International Law, [Vol. 12:335 2002], str. 336.).

[185] Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 256. *et seq*. Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 26. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.10; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 218. – 219. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 34., 110. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 21. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 18. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 36., 440. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 34. Zbog tih razlika, funkcionalni pristup, koji teži ujednačavanju pravnih učinaka zanemarujući pritom doktrinarne predrasude i dogme, pokazao se kao jedini način za harmonizaciju prava na ovom području.

odgovarajućim osuvremenjivanjem kojeg bi barem trebale otpasti nedoumice oko toga koje od međusobno različitih materijalnih prava je u konkretnom slučaju mjerodavno.[186] Protivno očekivanjima, ni kolizijskopravne prepreke nisu se dale lako svladati jer se, po mišljenju dijela doktrine, međunarodno privatno pravo ne može ujednačiti ako se pritom ne ujednači ili barem ne uskladi i materijalno pravo.

Na nacionalnoj razini suvremeno pravno uređenje, koje je snagom svog autoriteta i uvjerljivosti iskoračilo izvan granica matične države posluživ ši kao uzor drugim zakonodavcima i supranacionalnim organizacijama, egzistira u američkom pravu.[187] Novelom iz 1994. godine čl. 8. UCC dopunjen je dijelom koji je u cijelosti posvećen posredno držanim vrijednosnim papirima. Osim što je fizički odvojen, taj dio sadržajno se ne oslanja na pravno uređenje neposredno držanih vrijednosnih papira.[188] Američka doktrina koristi svaku priliku da naglasi učinkovitost čl. 8. UCC 1994 prilikom uklanjanja pravne nesigurnosti u sustavu posrednog držanja, što je postignuto preciziranjem odnosa i prava sudionika na tržištu.[189] Prekogranični utjecaj američkog prava najizraženiji je u švicarskom pravu, u kojem je zakonodavac također odvojio pravno uređenje posredno držanih vrijednosnih papira posvetivši

[186] Rogers, James S., u: Guynn, Randall D. *et al.*, *op.cit*. (bilj. 10), str. 65. EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 15. – 16. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 74; Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 67. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 250. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 36. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.10.

[187] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.34; Budući da je riječ o trenutno najsuvremenijim zakonskom rješenju, *Benjamin* smatra da bi se prava trebala reformirati po uzoru na čl. 8. UCC 1994. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 29. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 247. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 137. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 191. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 39., 230. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 47. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.30; Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-008

[188] Do novele čl. 8. iz 1994. godine zakon je odvojeno uređivao vrijednosne papire ovisno o obliku u kojem su izdani (materijalizirani odnosno nematerijalizirani). Iako mu nisu promakli, različitim načinima držanja zakonodavac nije posvetio veliku pozornost. Po mišljenju *Schroeder*, pravno uređenje posredno držanih vrijednosnih papira u čl. 8. UCC 1978 djelomično je i neodgovarajuće. *Rogers* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1447.) problematizira nadogradnju pravnog uređenja osmišljenog isključivo za neposredno držane vrijednosne papire odredbama posvećenim posredno držanim vrijednosnim papirima. Po njegovom mišljenju, te odredbe nije bilo jednostavno ni pronaći, a kamoli razumjeti njihovo značenje i ispravno tumačiti njihove učinke. Imajući to u vidu, ne iznenađuje *Facciolova* (Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 621.) tvrdnja da je odvajanje pravnih uređenja najveća promjenom koju je donijela novela čl. 8. UCC iz 1994. godine, na koju – za razliku od većine ostalih – gleda s odobravanjem. Osim odvajanja, različitost pravnih uređenja naglašava i različita terminologija. Time se, po mišljenju *Rogersa* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1454. - 1455.), uklanja rizik pogrešne primjene pravnog uređenja za neposredno držane nematerijalizirane vrijednosne papire na posredno držane vrijednosne papire, koji je predstavljao ozbiljnu prijetnju po čl. 8. UCC 1978. Za pohvalu izgradnji posebnog pravnog okvira za posredno držane vrijednosne papire, koji ne počiva na direktnoj stvarnopravnoj vezi ulagatelja i vrijednosnog papira, v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 248. Slično Rogers, James S., An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision, Idaho Law Review [Vol. 31 1995], Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 1995-02 (dalje u tekstu: Rogers, James S., Essay), str. 691., koji najznačajnijim korakom u zakonodavnom procesu koji je rezultirao novelom čl. 8. UCC 1994. godine smatra spoznaju da je posredno držanje u toj mjeri različito od neposrednog da zahtijeva drugačiji pravni okvir.

[189] Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 403. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 670. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 314. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 321. – 322., 324.

mu poseban zakon od pravnog uređenja neposredno držanih vrijednosnih papira i napravio značajan otklon od tradicionalnih instituta stvarnog prava.[190]

Svijest o potrebi usklađivanja nacionalnih pravnih uređenja posredno držanih vrijednosnih papira na globalnoj razini rezultirala je *inter alia* Konvencijom o pravu mjerodavnom za određena prava u pogledu vrijednosnih papira koje drže posrednici (dalje: Haška konvencija) i UNIDROIT-ovom Konvencijom o materijalnim pravilima za posredovane vrijednosne papire (dalje: Ženevska konvencija).[191] Za razliku od Haške konvencije, koja se bavi pitanjima međunarodnog privatnog prava, Ženevska konvencija bavi se pitanjima materijalnog prava.[192] Zbog ograničenog dosega, Ženevska konvencija – čak i kad bi bila prihvaćena aklamacijom - ne isključuje potrebu za Haškom konvencijom.[193] Haška konvencija pak sama po sebi nije dovoljna ako materijalnopravni okvir ne postoji ili je zastario i kao takav neadekvatan ili je inkompatibilan s materijalnopravnim okvirima drugih država.[194]

Ženevska konvencija nije sveobuhvatni, samodostatni izvor prava koji nadomješta materijalnopravno uređenje posredno držanih vrijednosnih papira države ugovornice.[195]

---

[190] Za švicarsko pravo v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts FISA Rd. 30; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 1 Rd. 12. Taj otklon razlog je zašto osuvremenjivanju pravnog uređenja zakonodavac nije pristupio kroz izmjene relevantnih dijelova stvarnog, obveznog i stečajnog prava već donošenjem potpuno novog zakona. Za američko pravo v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 349. Poteškoće s primjenom čl. 8. UCC 1978 na zbirno pohranjene vrijednosne papire bile su – po mišljenju *Mooneya* – posljedica nemogućnosti primjene stvarnopravne konstrukcije u kontekstu koji se suštinski razlikuje od okruženja u kojem su načela stvarnog prava nastala i razvila se. Stav o prevladanosti instituta stvarnog prava, poput suvlasništva, suposjeda ili prijenosa vlasništva, u kontekstu modernog žiro prometa vrijednosnih papira nije stran ni njemačkoj pravnoj književnosti v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 24.

[191] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 110. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 8. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 241., 242. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, The Hague and Geneva Securities Conventions: a modern and Global Legal Regime for Intermediated Securities, Uniform Law Review, NS – Vol. XVII, 2012, str. 550.

[192] O kojim je pitanjima riječ v. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 6., 16. *et seq.*; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 296;

[193] O komplementarnosti Haške i Ženevske konvencije v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 35. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 68., 294. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 417. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 550., 559. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 9.

[194] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 295; Već je u prvom Dokumentu za raspravu (njem. *Diskussionspapier*) Radna Grupa iznijela stajalište da se harmonizacijom samo međunarodnog privatnog prava ne mogu na zadovoljavajući način ukloniti pravni rizici povezani s prekograničnim sustavima za pohranu vrijednosnih papira i transakcijama s vrijednosnim papirima, v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 80. Na nedostatnost kolizijskopravnog pristupa i potrebu za materijalnopravnim pristupom harmonizaciji ukazuju i *Schwarz* i *Benjamin*, v. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 329. O nemogućnosti kolizijskopravnog usklađivanja bez istovremenog materijalnog usklađivanja v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 193., 217. O potrebi materijalnopravnog usklađivanja uslijed primjene kolizijskopravnog pristupa „korak po korak" v. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 41., 61. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 402. Za nužnost da se, povrh međunarodnog privatnog prava, uskladi i materijalno pravo v. i Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 18. – 19., 22. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 256. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 174), str. 34. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 413., 447.

[195] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 68. O odnosu odredaba Ženevske konvencije i tzv. „nekonvencijskog" (engl. *non-Convention law*) i tzv. „mjerodavnog" (engl. *applicable*) prava v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 57.

Ograničivši se na ključna pitanja, Ženevska konvencija služi kao dopuna i korektiv takvog pravnog uređenja. Svrha joj je razjasniti prava ulagatelja i primatelja osiguranja, propisati međunarodno priznate načine zasnivanja i perfektuiranja tih prava, odrediti redoslijed prvenstva prava u slučaju višekratnog raspolaganja, priznati učinke jedinstvenih pravila sustava za poravnanje i namiru te, u mjeri u kojoj je to moguće, zaštititi ulagatelje i primatelje osiguranja od stečaja intermedijera.[196] Ograničeno područje primjene Ženevske konvencije odraz je restriktivnog pristupa harmonizaciji, koja se provodi samo ako i u mjeri u kojoj je nužna za smanjenje pravnog ili sistemskog rizika, odnosno za povećanje tržišne učinkovitosti.[197] Ekstenzivan pristup bio bi vremenski zahtjevan, a šteta zbog pravne neizvjesnosti bila bi kud i kamo veća od eventualnih koristi koje bi donijelo usklađeno pravno uređenje. Na činjenice i očekivane pravne učinke usredotočen sadržaj Ženevske konvencije odraz je funkcionalnog pristupa harmonizaciji, koja se provodi bez namjere uklanjanja dogmom uvjetovanih razlika među pravnim poretcima.[198] Takav pristup ogleda se u odredbama koje, osim što ne nameću niti sugeriraju narav prava koja nastaju ili se dokazuju upisima na račune vrijednosnih papira, ne sadrže pojmove koji označavaju pravne institute.[199] Dogmatski (*i.e.* nefunkcionalan) pristup, koji bi težio pravnoj unifikaciji, ne bi imao izgleda za uspjeh zbog suštinskog razmimoilaženja u poimanju pravnih učinaka pohrane vrijednosnih papira i naravi prava koje stječu ulagatelj i

[196] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 28.

[197] UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 6., 14. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 29. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 220. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 229. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 471. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 33. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 65. – 66. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 416. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 544. Kronke, Herbert, Das Gesellschaftsrecht im Genfer UNIDROIT-Abkommen über intermediär-verwahrte Effekten, Wertpapiermitteilungen, Zeitschrift für Wirtschaft und Bankrecht (WM) Nr. 43 2010, 2009–2013, str. 2009. Restriktivan pristup rezultat je spoznaje da ujednačena pravna pravila nisu sama sebi svrha već sredstvo za smanjenje pravnog rizika povezanog s određenom vrstom transakcija na svjetskom tržištu, koje većim dijelom uređuju nacionalna prava. Za kritiku restriktivnog pristupa v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 34., 110. – 111. Kritičari smatraju da konvencijska pravila nisu dovoljna za postizanje predvidivosti i pravne sigurnosti.

[198] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 30. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 6., 14. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 7. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 75. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 220, Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 67. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 416. – 417. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 545. – 546. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 556. Kronke, Herbert, *op.cit*. (bilj. 197), str. 2009. Za kritiku funkcionalnog pristupa v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 441. *Wust* kritizira apstraktne i nejasne formulacije, koje nisu razumljive, koje ostavljaju puno prostora za različita tumačenja i zbog kojih se ne može sa sigurnošću utvrditi potreba za prilagodbom nacionalnog prava, te ostavljanje velikog broja važnih pitanja u domeni nacionalnog prava. Slično Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 16. *et seq*., 23.

[199] Funkcionalno oblikovana odredba nameće ili zabranjuje određeni rezultat prepustivši nacionalnom zakonodavcu da odredi kako će u konkretnoj državi to postići. Ne dopuštajući da vrijednosni papiri na skrbništvu postanu dio stečajne mase skrbnika takva odredba ne oslanja se na institute vlasništva ili povjerenstva već propisuje da prava imatelja vjerovnika djeluju prema stečajnim vjerovnicima i stečajnom upravitelju. O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 31.

osigurani vjerovnik.[200] Iako usvojena prije skoro dva desetljeća (konkretno 9. listopada 2009.), Ženevska konvencija još nije stupila na snagu jer je nije potpisao i ratificirao dovoljan broj država. Nakon što je pravnotehnički usuglašen, tekst Ženevske konvencije pao je na pravnopolitičkom planu.[201] Dok je jednima preinvazivan jer - unatoč deklariranoj funkcionalnosti i minimalizmu – po njihovom mišljenju ipak zadire u materijalnopravnu prosudbu naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, drugi spore njegovu svrsishodnost i praktičnu vrijednost zbog ostavljanja velikog broja važnih pitanja u domeni nacionalnog prava.[202]

Za razliku od Ženevske, Haška konvencija zamjena je za kolizijskopravna uređenja posredno držanih vrijednosnih papira država ugovornica. Mjesto nacionalnih kolizijskih normi, koje ne opstaju ni u dotadašnjem ni u izmijenjenom obliku, trebale bi zauzeti konvencijske kolizijske norme. Haška konvencija odbacuje tradicionalni kolizijskopravni pristup mjesta gdje leže vrijednosni papiri, a suvremeni pristup mjesta relevantnog intermedijera gura u drugi plan. Iako je kod dijela doktrine izmamila vrlo pozitivne reakcije, dominacija kolizijskopravnog pristupa ograničene stranačke autonomije - koja je trebala povećati pravnu sigurnost i *ex ante* predvidivost mjerodavnog prava - pokazala se prijepornom do te mjere da su je dosad ratificirale samo tri države.[203] Nepune tri godine nakon što ga je dala, Europska Komisija

[200] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 32. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 18. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 34. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 299; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 450. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 544., 580.

[201] Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 24. Isto vrijedi i za Hašku konvenciju.

[202] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.63; Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 19. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 53. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd.18.136; Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 16. - 17., 21. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 18. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 3), str. 850. *et seq.* Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 471., 476. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 155. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 52. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 441. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 331; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 580. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 9.

[203] Po mišljenju *Bernasconija* (Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 24.) Haška konvencija nudi jasno, direktno, pragmatično i jednostavno primjenjivo rješenje tehnički složenog pitanja. Za pozitivnu ocjenu Haške konvencije v. i Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 74. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 339. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 367. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1236. *et seq*. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.4., 1.10., 3.16. – 3.17., 5.3. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 369. Za kritiku Europske središnje banke i Europske bankovne federacije v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 519. – 520. EUROPEAN CENTRAL BANK, OPINION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 17 March 2005 at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Council decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (COM(2003) 703 final) (CON/2005/7), Official Journal of the European Union, 2.4.2005., C 81/13 Rd. 10 *et seq*. O izgledima za budućnost na tu temu v. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 223. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-12. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 11.

povukla je prijedlog za potpisivanje Haške konvencije.[204] Dio doktrine koji je na Hašku konvenciju drugačije (*i.e.* suzdržano, ako ne i negativno) reagirao uglavnom je kontinentalnoeuropske pravne provenijencije.[205] Budući da regulira isključivo pitanja međunarodnog privatnog prava, Haška konvencija ne dotiče se materijalnopravnog uređenja vrijednosnih papira pohranjenih kod intermedijera, poput naravi ulagateljevog prava na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera, pretpostavki za zasnivanje tog prava ili raspolaganje tim pravom, sljedivosti tog prava kroz relevantnog intermedijera do intermedijera na višoj razini ili do izdavatelja vrijednosnih papira.[206]

3 Narav prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira

Narav prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira povod je za brojne prijepore i nesuglasja u poredbenoj pravnoj književnosti. Riječ je o pitanju na koje pravni poretci ne daju jednoznačan odgovor.[207] Osim što se međusobno znatno razlikuju, nerijetko ni unutar sebe nisu lišeni nedoumica.[208] Razlike među pravnim poretcima posljedica su različitih pravnih tradicija i drugačijeg povijesnog naslijeđa, koji u bitnome određuju suvremeni izgled svakog od njih.[209]

---

[204] O prihvaćanju Haške konvencije kao najboljem putu za rješavanje problema pravne nesigurnosti v. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention, Brussels, 03.07.2006, SEC(2006) 910, str. 23. O razlozima za prijepore, koji su Europsku komisija nagnali na povlačenje preporuke za prihvaćanje i ratifikaciju Haške konvencije v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 78; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 210. *et seq*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 520.

[205] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 163. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 400. *et seq*., 447. Gledano iz perspektive država sa stvarnopravnom konstrukcijom depozitnog ugovora, omogućavanjem izbora mjerodavnog prava nije – po mišljenju *Egea* - postignuta pravna sigurnost. Po mišljenju *Wusta*, pristup „korak po korak" nije prikladan za pravne poretke u kojima je ulagatelj nositelj stvarnog prava na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima. O koliziji Haške konvencije s njemačkim pravom i pravima većine država članica EU v. Rögner, Herbert, Inconsistencies between the Hague Securities Convention and German Law, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2/06, str. 99., 105. Za negativan stav spram Haške konvencije iz perspektive engleskog prava v. Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 25.

[206] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-1; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 29. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1223.

[207] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 19, 2 – 11. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 13. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.10, 19.47; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 28; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 118. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 18. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 44., 47. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 276. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 39; Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 7., 47. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 47. – 48. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 34. Garrido, Jose M., The Loss Sharing Rule in the Insolvency of Financial Intermediaries, Uniform Law Review, 15 (Issues 3 and 4), 2010, str. 781. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 148), str. 13.

[208] Za prijepore u francuskom pravu v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 115. *et seq*., 133.

[209] Uzroke različitog poimanja pravne naravi *Micheler* pronalazi u drugačijoj pravnoj tradiciji, sklonosti slijediti utrte putove (engl. *path-dependence*) i privrženosti prokušanoj praksi, v. Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence, *op.cit*. (bilj. 79), str. 18. *et seq*. Po mišljenju *Thévenoza*, dominacija dionica na ime u kombinaciji s razdiobom prava vlasništva na „pravno" i „koristovno" omogućila je u engleskom i američkom pravu multipliciranje stvarnopravnih pozicija duž čitavog skrbničkog lanca pogodujući razvoju sustava posrednog držanja s intermedijerovim predstavnikom (engl. *nominee*) u ulozi pravnog vlasnika. Oprečna situacija u pravima

Iako prošireno, još uvijek ograničeno (*i.e.* relativno) djelovanje prava, koje osim od svog intermedijera ulagatelj može ostvariti od svega nekolicine trećih (*i.e.* relevantnih) osoba, načelna namirivost prava ispunjenjem dužne činidbe intermedijera te ograničena ali ipak postojeća mogućnost slobodnog uređenja međusobnog odnosa ulagatelja i intermedijera nagovješćuju obveznopravnu narav.[210] Unatoč naglašenom prisustvu karakteristika svojstvenih za tražbine, pravu glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira pravni poretci ne libe se priznati i stvarnopravnu narav.[211] Takvo priznanje posljedica je u većoj mjeri očekivanja sudionika pravnog prometa i svrhe koja se tim pravom nastoji postići nego prisustva karakteristika svojstvenih za stvarna prava.[212]

O načelima određenosti i sljedivosti kod prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira teško može biti govora.[213] Predmet tog prava nije pojedinačna stvar određena *in specie*

---

europskog kontinentalnog kruga, u kojima je pravo vlasništva nedjeljivo i gdje su dugo vremena dominirale dionice na donositelja, nije povoljno okruženja za razvoj takvog sustava posrednog držanja. O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 26. *Benjamin* razlike objašnjava drugačijim poimanjem vlasništva u anglosaksonskom krugu, gdje ga se gleda kao odnos, od onog u kontinentalnoeuropskom krugu, gdje ga se poistovjećuje s njegovim objektom (*i.e.* sa stvari), v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.10.

[210] Za veću sličnost dužničkovjerovničkom odnosu nego odnosu između ostavoprimca i ostavodavca tjelesne stvari v. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 518. O naglašenoj sličnosti ulagateljevog prava s tražbinama zbog nepovezanosti s pojedinačno određenom stvari v. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 4., 167. O neprikladnosti stvarnopravnih načela za povezivanje financijske imovine i onih koji na nju polažu pravo v. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit.* (bilj. 5), str. 89.

[211] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 7. O tome iz perspektive francuskog, belgijskog i nizozemskog prava v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 323. Za belgijsko pravo v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229. – 230. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-008. Za belgijsko i luksemburško pravo v. i LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.52.

[212] Po mišljenju *Rogersa* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1517.), pravno uređenje koje bi jednako tretiralo prava klijenata glede vrijednosnih papira držanih posredstvom brokera ili drugog skrbnika i tražbine običnih vjerovnika prema brokeru ili skrbniku ne bi bio u skladu s očekivanjima i uobičajenim razumijevanjem skrbničkog odnosa. Po mišljenju *Benjamin* (Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.41), primjena pravila obveznog prava na financijske pozicije, uključujući prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, kočila bi razvoj financijskih tržišta. *Benjamin* pritom prenosi stajalište *Collinsa* o metamorfozi tražbina u predmet stvarnog prava i očekivanju od pravnog uređenja da prizna ugovornu tražbinu u formi financijskog instrumenta koja se u mnogo čemu tretira kao stvar. O očekivanju ulagatelja neke vrste stvarnog prava radi zaštite od kreditnog rizika intermedijera v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 8. O takvom očekivanju v. i Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 161. Za negativne posljedice takvog priznanja u prekograničnom kontekstu v. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 49. *Paech* smatra da se time kreiraju neutemeljena očekivanja po pitanju izvjesnosti i sigurnosti.

[213] O problematičnosti primjene načela određenosti predmeta stvarnog prava na modernim financijskim tržištima v. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 167., 171., 179. Micheler, Eva, The Legal Nature of Securities: Inspirations from Comparative Law, u: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities, str. 132. U engleskom pravu do izražaja je došao stvorivši nedoumice glede mogućnosti zasnivanja valjanog povjerenstva na zbirnom portfelju. O tome v. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 132. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.40, 2.43, 2.80, 13.21. Zahtjev za određenošću odnosno odredivošću predmeta smetnja je za zasnivanje povjerenstva na zamjenjivoj stvari koja je integralni dio generičkog skupa. *Benjamin* navodi primjer tražbine na kojoj se ne može zasnovati povjerenstvo ako je se ne odvoji na „empirijski vidljiv način", poput otvaranja posebnog računa. Ne može se, stoga, zasnovati valjano povjerenstvo na dijelu salda na računu. Po mišljenju *Micheler* (Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 148.), ublažavanje rizika pravnih nedostataka (*i.e.* opterećenosti predmeta stjecanja konkurirajućim pravom treće osobe) povećava toleranciju na slabiju određenost predmeta stjecanja. U nekim pravnim poretcima (*e.g.* francuskom, luksemburškom i belgijskom) određenost predmeta stjecanja razlog je zbog kojeg se zahtijeva pripis na račun vrijednosnih papira stjecatelja, v. LC, 3. seminar, *op.cit*.

(*i.e.* vrijednosni papir određenog izdavatelja, vrste, roda i broja) već skup stvari određenih *in genere* (*i.e.* zbirni portfelj ekvivalentnih vrijednosnih papira).[214] Ni jedan vrijednosni papir u sastavu portfelja ne pripada samo jednom ulagatelju već svi ti vrijednosni papiri pripadaju svim ulagateljima koji takve vrijednosne papire drže posredstvom tog intermedijera srazmjerno udjelu svakog od njih.[215] Iako sadržajno homogen, zbirni portfelj podložan je promjenama po pitanju kako veličine tako i sastavnih dijelova, što znači da se pravo ulagatelja u određenom trenutku odnosi na zbirni portfelj one veličine i onog sastava koji ima u tom trenutku.[216] Neodređenost predmeta tog prava *in specie* isključuje sljedivost jer ne može biti govora o neraskidivoj povezanosti prava s pojedinačno određenim vrijednosnim papirom koji sam za sebe nije njegov predmet. Zbirni portfelj vrijednosni papiri napuštaju neopterećeni ulagateljevim pravom. Ni načelo publiciteta kod prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ne dolazi do punog izražaja. Jedini način kako javnost može saznati za postojanje tog prava uvid je u evidencije ulagateljevog intermedijera, koje – budući da nisu javni očevidnik - nisu uvijek i svima dostupne. S obzirom na ograničenje pasivne legitimacije (*i.e.* ostvarivost prava samo od određenih osoba), teško može biti govora o apsolutnom djelovanju prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira.[217] Samo negativni (*i.e.* odvraćajući) aspekt tog prava djeluje prema svima, uključujući intermedijerove vjerovnike i stečajnog upravitelja, dok je pozitivni (*i.e.* ostvarujući) aspekt u pravilu usredotočen na neposrednog intermedijera. Stvarnopravnu narav prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira pod znak pitanja može

(bilj. 14), Rd. 1.71; Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 222. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 82., 85., 93., 120. O neprimjeni načela određenosti kod raspolaganja udjelima u zbirnom portfelju u njemačkom pravu v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 77. O neprimjeni načela određenosti kod raspolaganja knjižnim efektima u švicarskom pravu v. Eigenmann, Antoine, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 25 Rd. 36; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 461.

[214] Da nije riječ o sljedivom stvarnom pravu na pojedinačnim vrijednosnim papirima konstatira i *Guynn* u prvom od svoja četiri temeljna načela suvremenog pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira, v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10., 34. O prestanku samostalnog vlasništva pojedinih ulagatelja na konkretnim, pojedinačno određenim vrijednosnim papirima kao pravnoj posljedici miješanja ekvivalentnih vrijednosnih papira na zbirnom računu v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.40; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 34. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 48. O riziku prekvalifikacije u običnu tražbinu zbog neodređenosti objekta koji nije pojedinačno određena stvar v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 62. Khimji, Mohamed F., The Role, *op.cit*. (bilj.8), str. 99. Za problematičnost miješanja na zbirnom računu v. i Vermaas, Maria, *op.cit.* (bilj. 82), str. 592.

[215] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.103 – 1.104; Raspravljajući o vrstama sustava za namiru, takav način držanja *Benjamin* naziva „unallocated arrangement". Za belgijsko i luksemburško pravo v. FMLC, International Overview, *op.cit*. (bilj. 116), str. 2. Za belgijsko pravo v. i Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 221.

[216] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 7.

[217] Za izostanak *erga omnes* učinka u belgijskom i luksemburškom pravu v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 11 – 12. Po mišljenju *Liang* (Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 25.), operativna i gospodarska stvarnost razlog je zbog kojeg se kod posredno držanih vrijednosnih papira od stvarnog prava ni ne očekuje apsolutno djelovanje. O učinku *erga omnes* u belgijskom pravu samo u slučaju stečaja neposrednog intermedijera v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 78. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229.

staviti i možebitna netjelesnost zbirnog portfelja, bilo zbog oblika vrijednosnih papira ili zbog broja skrbnika u lancu.[218] Zbirni portfelj koji čine nematerijalizirani vrijednosni papiri ili prava neposrednog intermedijera glede imovine na višoj kariki skrbničkog lanca ne može biti objekt stvarnog prava u pravnim poretcima koji se striktno pridržavaju „doktrine tjelesnosti stvari".[219]

S druge pak strane, zaštita poštenog stjecatelja prava od ostalih pretendenata (bilo da je riječ o dotadašnjem nositelju tog prava koji je bez njega ostao mimo svoje volje ili o nositelju ograničenog stvarnog prava na tom pravu), na koju u pravilu ne mogu računati stjecatelji obveznih prava, kao i zaštita nositelja prava (*i.e.* ulagatelja) od intermedijerovih vjerovnika, koja je nedostupna intermedijerovim ostalim vjerovnicima, odlike su stvarnih, a ne obveznih prava.[220] To nužno ne znači da pravo glede vrijednosnih papira treba podvesti pod neku od

---

[218] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 13.03; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.38, 5.44; Višeslojnost skrbničke piramide može dovesti do toga da pravo na jednoj razini za predmet ima pravo na neposredno višoj razini. U belgijskom, luksemburškom i američkom pravu predmet prava ulagatelja nisu pravi vrijednosni papir (njem. *die eigentlichen Wertpapiere*) već ukupan knjižni portfelj neposrednog intermedijera (njem. *gesamter Buchungsbestand des direkten Verwahrinstituts*), v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 14.

[219] Za „doktrinu tjelesnosti stvari", koja među objekte stvarnog prava svrstava samo tjelesne stvari, v. Gavella, Nikola, Stvarno pravo, Zagreb, 1998., str. 47. – 48. Za kritiku „tjelesnog modela" (engl. *physical model*) u engleskoj pravnoj književnosti v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 13.36 – 13.59. Po mišljenju *Benjamin*, stvarna prava nisu prava na stvarima (engl. *rights against things*), i to samo onima tjelesne naravi, već prema osobama s obzirom na stvari (engl. *rights against persons in respect of things*). Tako i Worthington, Sarah, The Disappearing Divide between Property and Obligation: The Impact of Aligning Legal Analysis and Commercial Expectation, Texas International Law Journal, Vol. 42:917, 2007, str. 927. O „tjelesnom modelu" v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Za kritiku „tjelesne metafore stvarnog prava" (engl. *physical metaphor of property*) u američkoj pravnoj književnosti v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 303. – 304. Schroeder, Jeanne L., Some Realism about Legal Surrealism, William and Mary Law Review, [Vol. 37:455 1996] (u daljnjem tekstu: Schroeder, Jeanne L., Some Realism), str. 455. *et seq*. Salve kritika koje je *Schroeder* uputila na račun čl. 8. UCC 1978 rezultat su neslaganja s „tjelesnom metaforom stvarnog prava" i poimanjem „stvarnog prava kao držanja" (engl. *property as sensuous grasp*). Zakonski tekst implicitno se oslanjao na pretpostavku da je paradigma stvarnog prava „stvarno držanje tjelesnih stvari u ruci tako da to drugi vide" (engl. *actual sensuous grasp of a physical object in one's hand in such fashion that it can be seen by, an wielded against, others*). O razlici između njemačkog prava, s jedne strane, te austrijskog i engleskog prava, s druge strane, oko toga mogu li netjelesne stvari (*i.e.* prava, tražbine) biti objekt prava vlasništva v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 274.

[220] Za načelnu nezaštićenost poštenih stjecatelja obveznih prava u slučaju stjecanja *a non domino* upozorava *EFMLG*, v. EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 21. O zaštiti ulagatelja u slučaju stečaja neposrednog intermedijera u belgijskom, luksemburškom i američkom pravu v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 11 – 13. U tom slučaju ulagatelja štiti izlučno pravo priječeći njegovo svrstavanje u kategoriju običnih stečajnih vjerovnika. Za belgijsko pravo v. još i Tison, Michel; van den Steen, *op.cit*. (bilj. 116), str. 225. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 78. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229. O nužnosti zakonske zaštite stjecatelja nematerijaliziranih vrijednosnih papira u američkom pravu v. Aronstein, Martin J.; Haydock, Robert Jr.; Scott, Donald A., *op.cit*. (bilj. 111), str. 895. – 896. O takvoj zaštiti u pravnim poretcima koji pravo ulagatelja temelje na institutu povjerenstva, v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 31. O takvoj zaštiti u, riječima *Guynna* i *Marchand*, „potpuno modernim pravnim poretcima" v. Guynn, Randall D., Marchand, Nancy J., Transfer of Pledge of Securities held through Depositories, u: van Houtte, Hans (ured.), The Law of Cross-Border Securities Transactions, London 1999, Rd. 3.15. O zaštiti od kreditnog rizika u engleskom pravu v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.29 – 1.31. Po mišljenju *Scherera* i *Martina* (Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 19), prelazak njemačkog prava sa stvarnopravnog suvlasničkog modela (njem. *sachrechtliches Miteigentumsmodell*) na obveznopravni „povjerenički model" (njem. *Treuhand-Modell*) ostavio bi poštene stjecatelje bez zaštite. Za tezu da je jedino stvarno pravo kadro pružiti odgovaraju zaštitu poštenim stjecateljima vrijednosnih papira, s jedne strane, i vlasnicima vrijednosnih papira u slučaju stečaja neposrednog intermedijera, druge strane, v. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475.

postojećih vrsta stvarnog prava ni da mu je stvarnopravna narav jedina i isključiva.[221] Uvažavajući njegove specifičnosti koje su posljedica okolnosti iz kojih proizlazi, pravni poretci ne prežu od toga da pravo glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira proglase modificiranim stvarnim pravom.[222] Osokoljeni doktrinarnom kritikom tradicionalne dihotomije prava na stvarna i obvezna, neki pravni poretci (*e.g.* američki, švicarski) pribjegli su kodifikaciji novog, svojevrsnog prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, koje objedinjuje i stvarnopravnu i obveznopravnu komponentu.[223] Neki pak (*e.g.* engleski) još uvijek odolijevaju pritiscima doktrine i to samo zahvaljujući duboko ukorijenjenoj podozrivosti prema zakonskom uređenju pravnih odnosa među trgovcima.[224]

Ono po čemu se pravni poretci suštinski razlikuju utjecaj je polaganja vrijednosnih papira na zbirnu pohranu na ulagateljev stvarnopravni položaj glede tih vrijednosnih papira. Te razlike kadre su pravne poretke učiniti međusobno inkompatibilnim.[225]

---

[221] *Mooney* (Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 412.) ukazuje na nepomirljivost tradicionalnog stvarnog prava i zbirnih portfelja vrijednosnih papira pod kontrolom intermedijera.

[222] U belgijskom pravu riječ je o vrsti suvlasništva (njem. *eine Form von Miteigentum*), dok je u luksemburškom pravu riječ o „suvlasništvu sličnom suovlašteništvu" (njem. *Miteigentum ähnelnde Mitberechtigung*). O tome v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 11 – 12. O svojevrsnosti ulagateljevog stvarnog prava po belgijskom pravu v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 78. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229.- 230. Za belgijsko i luksemburško pravo v. još i LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.65; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 51. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-008, 18-011. Ni američkom zakonodavcu nije promaklo da se stvarno pravo ovlaštenika razlikuje od onog kakvo poznaje *common law*. O tome v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 686. Po mišljenju *Liang* (Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 8.), modificirano (u biti, oslabljeno) stvarno pravo, koje se razlikuje od klasičnog stvarnog prava na pokretninama ili nekretninama, u skladu je s očekivanjem ulagatelja.

[223] Priznanje svojevrsnosti tog prava, što znači i prekid s pokušajima nasilnog svrstavanja u jednu od dvije tradicionalno suprotstavljene kategorije prava (*i.e.* stvarna i obvezna prava *strictu senso*) *Guynn* smatra prvim od četiri osnovna načela modernog pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira na međunarodnoj razini. Po njegovom mišljenju, nije riječ ni o ugovornim tražbinama prema intermedijeru ni o sljedivom stvarnom pravu na pojedinačnim vrijednosnim papirima već o novoj vrsti prava na srazmjernom dijelu portfelja koji čine vrijednosni papiri ili prava glede vrijednosnih papira kod intermedijera s kojim je nositelj tih prava u ugovornom odnosu, koja se evidentiraju isključivo na računu njihovog nositelja kod tog intermedijera. O tome v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 9. – 10. O trendu kodificiranja nove vrste (stvarnog) prava, koje objedinjuje najbolje odlike stvarnog i obveznog prava u tradicionalnom smislu, kao reakciji na spoznaju da ni jedna od njih nije kadra istovremeno zaštiti ulagatelje od rizika stečaja intermedijera, osigurati konačnost namire transakcija s vrijednosnim papirima te smanjiti troškove i rizike povezane s prekograničnom kolateralizacijom vrijednosnih papira v. Guynn, Randall D., Marchand, Nancy J., *op.cit.* (bilj. 220), Rd. 3.11, 3.13. O tome i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 50. – 51. O nestanku jasnih granica između stvarnog i obveznog prava u suvremenom engleskom pravu i ulozi pravičnosti (engl. *equity*) u širenju kruga stvarnih prava i stvarnopravne zaštite nekih tražbina v. Worthington, Sarah, *op.cit*. (bilj. 219), str. 919. *et seq*.

[224] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 51. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 10. Ne obazirući se na tradicionalnu bojazan od kodifikacijom uzrokovanog gubitka fleksibilnosti, *FMLC* priželjkuje dispozitivno zakonsko uređenje prava glede vrijednosnih papira kao skupa suvlasničkih prava i tražbina ulagatelja na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera i u svezi tih vrijednosnih papira.

[225] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 141., 149. O pravnom riziku kao posljedici inkompatibilnosti v. *supra*, str. 46. *et seq*..

U dijelu pravnih poredaka taj čin, koji ih ostavlja bez neposrednog posjeda vrijednosnih papira, ulagatelje ujedno ne lišava (neposrednog) stvarnog prava na tim vrijednosnim papirima. Riječ je o, *Thévenozovim* riječima, pravnim poretcima „direktnog vlasništva" (engl. *„direct ownership" jurisdictions*) odnosno, oslanjajući se na sistematizaciju *Guynna* i *Marchand*, „polumodernim pravnim poretcima" (engl. „*semi-modern jurisdictions*") odnosno, kako ih naziva *Beeler*, „apsolutnim sustavima".[226] Takvu grupu pravnih poredaka prepoznaju i *Goode*, *Kanda* i *Kreuzer*, *Kuhn* te *Hess* i *Friedrich*.[227] Za takve pravne poretke njemačka doktrina navodi da počivaju na suvlasničkom modelu (njem. *Miteigentums-Modell*).[228] U njemačkoj pravnoj književnosti govori se i o „konceptima s direktnim nošenjem prava" (njem. *Konzepten mit direkter Rechtsträgerschaft*).[229] Gubitak neposrednog posjeda i samostalnog vlasništva svakog vrijednosnog papira položenog na zbirnu pohranu ulagatelji kompenziraju stjecanjem posrednog posjeda i suvlasništva zbirnog portfelja ekvivalentnih vrijednosnih papira. Intermedijeri su posjednici bez stvarnog prava na vrijednosnim papirima primljenim na pohranu. Uloga im se svodi na vođenje evidencija i omogućavanje ulagateljima da ostvare svoja stvarna prava na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima.[230] Unatoč gubitku neposrednog posjeda i samostalnog vlasništva, ulagatelji zadržavaju direktan pravni odnos s izdavateljem, iz kojeg proizlazi obveza izdavatelja prema ulagateljima i zahtjev ulagatelja prema izdavatelju za ostvarivanjem svojih prava (tzv. sustav direktnog ostvarenja (engl. *direct enforcement system*)).[231] Kako formalna mogućnost direktnog ostvarivanja prava u praksi nailazi na smetnje koje su posljedica gubitka neposrednog posjeda vrijednosnih papira, taj odnos ulagatelji u

[226] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 22. – 23. Guynn, Randall D., Marchand, Nancy J., *op.cit.* (bilj. 220), Rd. 3.12; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 142, 145; U pravne poretke „ovlasti na jednoj od razina" *Thévenoz* primjerice ubraja njemački, švicarski, francuski, talijanski, belgijski, pravne poretke skandinavskih država, španjolski i neke druge pravne poretke izvan Europe kojima ovi služe kao uzor (japanski, kineski, brazilski). U polumoderne pravne poretke *Guynn* i *Marchand* svrstavaju njemački i američki do novele čl. 8. UCC iz 1994. godine.

[227] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 22; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 29 - 30; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 39; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 100.

[228] Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 402. O suvlasničkom modelu v. i Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 56.

[229] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 38., 167. Takav koncept slijedi dDepotG u svojim čl. 5. *et seq*.

[230] O tome još v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.41; LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.62; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 42. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-14; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 39. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 3), str. 850. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 38. Intermedijeri ulagateljima pribavljaju dokaz o njihovom pravu koji im je potreban za legitimiranje pred izdavateljem prilikom njegovog ostvarivanja.

[231] Za njemačko pravo v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 252. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 50. Za „sustav direktnog ostvarenja" v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.189 – 1.190. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 42. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 7. *Gullifer* ih naziva „direktnim sustavima". O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 173.

pravilu ne konzumiraju osobno i samostalno već putem intermedijera kao zastupnika ili povjerenika.[232]

U drugom dijelu pravnih poredaka polaganje vrijednosnih papira na zbirnu pohranu ulagatelje ostavlja, osim bez neposrednog posjeda vrijednosnih papira, i bez (neposrednog) stvarnog prava na tim vrijednosnim papirima. Riječ je o, *Thévenozovim* riječima, pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina" (engl. *„multi-tiered entitlement" jurisdictions*) odnosno, oslanjajući se na sistematizaciju *Guynna* i *Marchand*, „potpuno modernim pravnim poretcima" (engl. „*fully modern jurisdictions*") odnosno, kako ih naziva *Beeler*, „relativnim sustavima".[233] Takva grupa pravnih poredaka nije promakla ni *Goodeu*, *Kandi* i *Kreuzeru*, ni *Kuhnu* niti *Hessu* i *Friedrichu*.[234] U njemačkoj pravnoj književnosti govori se i o "konceptima s indirektnim nošenjem prava" (njem. *Konzepten mit indirekter Rechtsträgerschaft*").[235] Takve pravne poretke karakterizira pristup „korak-po-korak" (engl. „*tier-by-tier*") u materijalnopravnom smislu.[236] Gubitak neposrednog posjeda i neposrednog stvarnog prava na vrijednosnim papirima položenim na zbirnu pohranu ulagatelji kompenziraju stjecanjem posrednog (stvarnog) prava glede tih vrijednosnih papira, koje se sastoji od tražbine prema neposrednom intermedijeru i (neposrednog) stvarnog prava na imovini tog intermedijera u vidu - ako je riječ o jedinom intermedijeru - neposrednog stvarnog prava na tim vrijednosnim papirima ili - ako je riječ o najnižoj kariki skrbničkog lanca - posrednog (stvarnog) prava glede tih vrijednosnih papira.[237] Neposredni objekt stvarnog prava ulagatelja pravo je njegovog neposrednog intermedijera (bilo na vrijednosnim papirima ili na pravu intermedijera na višoj razini glede tih vrijednosnih papira). Budući da ga ne čine konkretni, pojedinačno određeni vrijednosni papiri već neposredna (stvarna) prava na zatečenim vrijednosnim papirima ili

---

[232] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 174, 205; O tome u njemačkom pravu v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.202. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 4, 40. *Cf.* Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 161, koji intermedijera ne vidi u ulozi zastupnika već povjerenika (njem. *Treuhänder*). O posredničkoj ulozi intermedijera pri ostvarivanju ulagateljevih prava u švicarskom pravu v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 11.

[233] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 24. – 25. Guynn, Randall D., Marchand, Nancy J., *op.cit.* (bilj. 220), Rd. 3.13 – 3.15; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 142, 144-145. U pravne poretke „direktnog vlasništva" *Thévenoz* primjerice ubraja engleski i američki. U potpuno moderne pravne poretke *Guynn* i *Marchand* svrstavaju belgijski i američki nakon novele čl. 8. UCC iz 1994. godine.

[234] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 23; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 31 - 34; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 39; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 100.

[235] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 40.

[236] Za taj pristup u američkom pravu v. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 175., 197.

[237] Vlasništvo (*i.e.* neposredno stvarno pravo) vrijednosnih papira i posredno stvarno pravo glede tih vrijednosnih papira zasebni su, pravno odvojeni oblici imovine. O tome u belgijskom pravu v. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 211. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 9.126; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 77. – 78. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229. U engleskom pravu v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.36, 10.02. O pravu glede vrijednosnih papira (engl. *rights with respect to securities*, *rights in securities*; njem. *Rechte an Wertpapiere*, *Rechte in Bezug auf Wertpapiere*) kao posrednom pravu na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 60.

posredna (stvarna) prava glede takvih vrijednosnih papira, zbirni portfelj – koji je neposredni objekt (stvarnog) prava ulagatelja – nije stvarni (engl. *actual*; *tatsächlich*) već je virtualni odnosno sintetski (engl. *notional*; njem. *fiktiv*).[238] Pravo ulagatelja vrsta je ekonomskog vlasništva (njem. e*ine Art wirtschaftliches Eigentum*) vrijednosnih papira.[239] Stvarnopravni položaj nije povlastica ulagatelja već je prisutan na svakoj kariki skrbničkog lanca. Svaki intermedijer u lancu nositelj je stvarnog prava koje se može razlikovati ovisno o duljini lanca i položaju intermedijera.[240] Neposredno stvarno pravo na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima rezervirano je za najvišu kariku skrbničkog lanca (*i.e.* središnji depozitorij), dok ostale karike mogu – poput ulagatelja – računati samo na posredno pravo glede tih vrijednosnih papira (odnosno neposredno (stvarno) pravo na (stvarnom) pravu svog intermedijera).[241] Pravo na svakoj kariki skrbničkog lanca samostalno je i neovisno od prava na bilo kojoj drugoj kariki skrbničkog lanca. Svaka takva karika u odnosu je samo s dvije susjedne karike pa je skrbnički lanac niz bilateralnih odnosa.[242] Gubitak neposrednog stvarnog prava na vrijednosnim papirima povlači za sobom prekid direktnog pravnog odnosa ulagatelja s izdavateljem, koji - umjesto njega – s izdavateljem uspostavlja intermedijer (na najvišoj kariki skrbničkog lanca).[243] Posredno stvarno pravo glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ulagatelj može ostvariti samo od svog (neposrednog) intermedijera (tzv. sustav indirektnog ostvarenja (engl. *indirect enforcement system*)).[244] Pravna osnova takvog prava ulagatelja nije jednaka u svim pravnim

[238] O virtualnom odnosno sintetskom zbirnom portfelju kao objektu prava ulagatelja u belgijskom pravu v. Guynn, Randall D., Marchand, Nancy J., *op.cit.* (bilj. 220), Rd. 3.13; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 11, 47; Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 13. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 76. – 78., 92. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-008. O virtualnom odnosno sintetskom zbirnom portfelju kao objektu prava ulagatelja u luksemburškom pravu v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 12, 47; Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 13. Suvlasništvo virtualnog odnosno sintetskog ili knjigovodstvenog portfelja zamjenjivih vrijednosnih papira spominju i *Goode*, *Kanda* i *Kreuzer* (Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 23).

[239] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 39.

[240] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 92.

[241] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.96, 1.100; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 31, 33; Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 685. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 24. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 46.

[242] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.58; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 11

[243] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 10; Liang, Wenwen, *op.cit.* (bilj. 5), str. 9. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 222. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 50. Za američko pravo v. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 24. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 361. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 3., 39.

[244] Za „sustav indirektnog ostvarenja" općenito v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.189 – 1.190. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.35; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 42. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 7. *Gullifer* ih naziva „indirektnim sustavima". O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 173. Za belgijsko i luksemburško pravo v. FMLC, International Overview, *op.cit*. (bilj. 116), str. 2. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 11 – 12. Za belgijsko pravo v. i Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 221. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 70., 78., 92. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229. Za luksemburško pravo v. i Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-011. Za englesko pravo v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.194 – 1.198. Za američko pravo v. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str.

poretcima.[245] Neki (*e.g.* engleski i njemački kad je riječ o vrijednosnim papirima na tzv. povjereničkoj pohrani izvan Njemačke) oslanjaju se na institut povjerenstva (engl. *trust*; njem. *Treuhand*), posljedica kojeg je u engleskom pravu razdioba vlasništva na pravno (engl. *legal*) i koristovno (engl. *beneficial*), a u njemačkom pravu osnaživanjem tražbine stvarnopravnim elementima.[246] Za takve pravne poretke njemačka doktrina navodi da počivaju na povjereničkom modelu (njem. *Treuhand-Modell*).[247] Drugi (*e.g.* američki, kanadski i švicarski) pribjegavaju kodifikaciji nove vrste stvarnog prava *sui generis* zakonom propisanog sadržaja, poput ovlasti na vrijednosne papire u smislu čl. 8. UCC 1994 (engl. *securities entitlement*) i knjižnih efekata u smislu čl. 3. FISA.[248]

Utjecaj polaganja vrijednosnih papira na zbirnu pohranu na ulagateljev stvarnopravni položaj glede tih vrijednosnih papira nije nužno neprijeporan i lako utvrdiv. U belgijskom i luksemburškom pravu ulagatelj zauzima položaj suvlasnika određene vrste odnosno „suvlasniku sličnog suovlaštenika“, što je *Thévenoza* navelo da belgijski i luksemburški pravni poredak uvrsti među pravne poretke „direktnog vlasništva“.[249] S druge pak strane, *Dittrich* je – pridajući značenje tome što mu objekt nije stvarni već fiktivni zbirni portfelj - pravu ulagatelja dijagnosticirala povjereničku (fiducijarnu) narav, koja se manifestira kroz obveznopravnu osnovicu i stvarnopravnu nadogradnju.[250] Takvo tumačenje implicitno su potvrdili *Guynn* i *Marchand* proglasivši belgijski pravni poredak „potpuno modernim“.[251] Fingiranje zbirnog portfelja razlog je da *Ege* ulagateljev položaj po belgijskom i luksemburškom pravu ocijeni

---

324. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 401. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 195. U dijelu koji se odnosi na pravo na obaviještenost i pravo glasa v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 26. – 27.

[245] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.81; *Benjamin* spominje ostavu, na koju se oslanja londonski Central Moneymarkets Office, povjerenstvo, na kojem počiva hongkoški sustav za poravnanje i namiru (HKCSS), i posebni propis, koji je u podlozi Eurocleara i Clearstreama.

[246] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 31 – 32; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 23. Za razdiobu vlasništva u engleskom pravu v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 31. O naglašenoj sličnosti pravnog položaja ulagatelja u engleskom i njemačkom pravu v. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 38.

[247] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 19; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 2, 9; Behrends, Okko Hendrik, u: Scherer, Peter, Depotgesetz, § 24 Rd. 8; Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 402. - 403. Tako i Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 45.

[248] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 33; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 23; Guynn, Randall D., Marchand, Nancy J., *op.cit.* (bilj. 220), Rd. 3.14; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 13; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 8. – 10. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 289. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 47. – 48.

[249] Za stvarnopravni položaj ulagatelja po belgijskom i luksemburškom pravu v. FMLC, International Overview, *op.cit*. (bilj. 116), str. 2. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 11 – 12; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-008, 18-011. Za belgijsko pravo v. i Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 220. – 221. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 72., 76., 92. Za svrstavanje belgijskog pravnog poretka među pravne poretke „direktnog vlasništva“ v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 22.

[250] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 47

[251] Guynn, Randall D., Marchand, Nancy J., *op.cit.* (bilj. 220), Rd. 3.13; Slično i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 230., koji belgijski pravni poredak stavlja uz bok američkom i luksemburškom.

obveznopravnim (*i.e.* „relativnim“), s učinkom isključivo prema ulagateljevom intermedijeru.[252] Zbog ograničenog učinka *Haentjens* naglašava svojevrsnost ulagateljevog stvarnog prava.[253] Prekomjerna neodređenost nagnala je *Paecha* na kritiku grupiranja pravnih poredaka u – kako ih on naziva – „direktne“ i „indirektne“.[254] Po mišljenju *Segne*, razlikama između grupa ne treba pridavati veliku važnost zbog razlika unutar svake od njih.[255]

Iako se u pravnoj književnosti mogu sresti kao posebna kategorija, pravnih poredaka koji pravo glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira smatraju običnom tražbinom ulagatelja prema njegovom intermedijeru u praksi gotovo da i nema.[256] Razlog tome sveprisutno je uvjerenje u nužnost zaštite ulagatelja od po njega negativnih posljedica otvaranja stečaja nad intermedijerom, koju obvezno pravo načelno nije kadro pružiti.[257] Izvan dohvata intermedijerovih vjerovnika treba biti imovina koja pripada ulagatelju odnosno koju intermedijer drži za ulagatelja.[258] Za to je potrebno ulagatelja oboružati stvarnim pravom ili, ako je jedino na što može računati obvezno pravo, „osnaženom“ ili „opredmećenom“ tražbinom.[259] Na obveznopravni položaj ulagatelja ne pristaju ni pravni poretci, koji uz miješanje generičkih stvari inače vežu gubitak stvarnog prava dotadašnjih nositelja. U takvim pravnim poretcima zakonodavac u pravilu intervenira kako bi spriječio da objedinjeno držanje

[252] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 29. Slično za belgijsko pravo v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 230.
[253] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 78.
[254] Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 50. – 51.
[255] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 40.
[256] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 23; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 49. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 37. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 58. Guynn, Randall D., Marchand, Nancy J., *op.cit.* (bilj. 220), Rd. 3.09 - 3.10; Takve pravne poretke *Guynn* i *Marchand* svrstavaju među „tradicionalne“. Osim onih koji ulagatelja smatraju vjerovnikom obične tražbine prema neposrednom intermedijeru za povratni prijenos iste količine ekvivalentnih vrijednosnih papira, tu spadaju i pravni poretci koji u ulagatelju vide nositelja sljedivog stvarnog prava na pojedinačno određenim vrijednosnim papirima. Prosudbi prava ulagatelja kao obične tražbine iz ugovora (engl. *mere contractual claim*) protivi se i *Guynn* u okviru prvog od četiri temeljna načela suvremenog pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira, v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10., 34. Među takve pravne poretke dijelom spada nizozemski, u kojem se narav ulagateljevog prava razlikuje ovisno o duljini skrbničkog lanca. Ulagatelji čiji intermedijer je treća ili niža karika imatelji su obične tražbine. O tome v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 146., 160., 275., 279., 337.
[257] Za francusko pravo, u kojem bi ulagatelji dijelili sudbinu običnih stečajnih vjerovnika da posebnim propisom stečajnom upravitelju intermedijera nije nametnuta obveza prijenosa ulagateljeve imovine na račune kod drugog intermedijera, v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 290. O tome općenito v. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 50; Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 156), str. 31. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 37. Worthington, Sarah, *op.cit*. (bilj. 219), str. 936., 939.
[258] O tome podrobnije *infra*, str. 138. *et seq*.
[259] Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 31. Osim vlasničkih, *Einsele* spominje povjerenička prava. O jačanju tražbine uspostavom fiducijarnog povjerenstva radi zaštite ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 561., 591. O „osnaženoj“ tražbini ekonomskog vlasnika vrijednosnih papira, koja se od „obične“ tražbine razlikuje po otpornosti na pravne posljedice otvaranja stečaja dužnika (*i.e.* skrbnika), u okviru tzv. povjereničkog modela (njem. *Treuhand-Modell*), v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 8. O mogućnosti da u engleskom pravu tražbina ima stvarnopravnu narav i da djeluje prema trećima v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 17. Za opredmećivanje tražbina v. i Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 610.

ekvivalentnih vrijednosnih papira na zbirnom računu ulagatelje od vlasnika vrijednosnih papira prije njihovog polaganja na pohranu pretvori u (obične) vjerovnike intermedijera.[260] Da prava nastala pripisom vrijednosnih papira saldu računa mogu biti obveznopravne (*i.e.* ugovorne) naravi izrijekom prepoznaje Haška konvencija (čl. 2. st. 2. Haške konvencije).[261]

Razlike u naravi prava u stopu prate različiti „sustavi ostvarenja" tih prava.[262] O naravi prava ovisi od koga se ono može ostvariti. U - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „direktnog vlasništva", u kojima izdavatelj zadržava odnos s ulagateljem, vrijedi „sustav direktnog ostvarenja", u kojem ulagatelj svoje pravo ostvaruje direktno od izdavatelja ne obazirući se na postojanje i duljinu skrbničkog lanca. S druge strane, u - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina", u kojima intermedijer istiskuje ulagatelja iz odnosa s izdavateljem, vrijedi „sustav indirektnog ostvarenja", u kojem ulagatelj svoje pravo ostvaruje indirektno posredstvom svog intermedijera. Sustav ostvarenja ne može biti jednak u pravnim poretcima koji različito poimaju narav ulagateljevog prava. O ujednačavanju ne može biti govora dokle god postoje takve razlike. Po mišljenju *Law Commission*, ujednačavanje nije ni nužno jer se sustavi međusobno ne isključuju i svaki od njih ulagateljima omogućuje učinkovito ostvarenje njihovih prava pa *de lege ferenda* nema razloga da ne koegzistiraju u harmoniziranom paneuropskom pravnom okviru.[263] Koegzistentnost sustava ne znači da taj pravni okvir ne treba odrediti osobe od kojih se pojedina ovlaštenja sadržana u pravu mogu ostvariti.[264] To je potrebno kako bi se u dovoljnoj mjeri ujednačio učinak ostvarivanja prava.[265] Ovlaštenje ishoditi prijenos posredovanih vrijednosnih papira ili povlačenje vrijednosnih papira s pohrane dajući nalog svom intermedijeru ulagatelj treba *de lege ferenda* moći ostvariti samo

[260] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.40 – 1.41, 1.65; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.49 *et seq*.
[261] Obveznopravna narav prava nije smetnja za primjenu Haške konvencije dokle god nije riječ o običnim ugovornim ili drugim osobnim pravima (čl. 2. st. 3. Ženevske konvencije). Za kritiku teksta odredaba čl. 2. st. 2. i čl. 2. st. 3. t. a) Ženevske konvencije, koji stvara nedoumice umjesto da ih ukloni, v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 352.
[262] Za vezu naravi prava i sustava ostvarenja v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 42. Podjela sustava ostvarenja na „direktni" i „indirektni" može navoditi na krivi trag jer u „sustavu indirektnog ostvarenja" ulagatelj direktno ostvaruje pravo od onog tko jedini ima obvezu prema njemu (*i.e.* neposrednog intermedijera), dok u „sustavu direktnog ostvarenja" ulagatelj - zbog teškoća s legitimiranjem - svoje pravo ne treba moći direktno (*i.e.* bez angažmana intermedijera) ostvariti od obveznika. Za – kako ih *Thévenoz* naziva - pravne poretke „direktnog vlasništva" karakteristično je možebitno razdvajanje imatelja obveze (*i.e.* izdavatelja) od adresata zahtjeva za ostvarenjem ovlaštenja sadržanog u pravu (*i.e.* neposrednog intermedijera).
[263] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.228; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.13
[264] LC, 1. seminar, *op.cit.* (bilj. 14), Rd. 1.42
[265] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.186; Izostanak neupitne mogućnosti ulagatelja da ovlaštenja sadržana u svom pravu dosljedno ostvaruje po cijelom jedinstvenom tržištu EU mogla bi se – po mišljenju *Law Commission* - negativno odraziti na spremnost sudjelovati u prekograničnim transakcijama s posredno držanim vrijednosnim papirima.

od svog intermedijera.[266] Isto vrijedi za ovlaštenje realizirati upravljačka i imovinska prava iz pohranjenih vrijednosnih papira ako pravo države članice ulagatelju ne omogućuje da to svoje ovlaštenje ostvari i izravno od izdavatelja.[267]

Neovisno o poimanju njegove naravi, pravni poretci ulagateljima načelno ne omogućuju da svoje pravo glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ostvaruju od intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca.[268] Ta nemogućnost odraz je primjene načela „neprobojnosti" (engl. „*no look-through" principle*). „Proboj" neposrednog intermedijera pretpostavljao bi – po mišljenju *Law Commission* - ugovorni ili povjerenički odnos ulagatelja s intermedijerom na višoj kariki, kojeg nema.[269] Primjenu tog načela doktrina (*i.e. Law Commission*) podupire uvjerena u njezin pozitivan utjecaj na tržišnu učinkovitost i intermedijerovo upravljanje prijetećim rizicima. Veća učinkovitost tržišta i manji rizik za intermedijera posljedica su ograničavanja aktivne legitimacije. Budući da u netransparentnim sustavima intermedijer (na višoj kariki) ne raspolaže podacima potrebnim za prosudbu osnovanosti zahtjeva treće osobe (*i.e.* klijenta intermedijera na nižoj kariki) za ostvarivanjem tobožnjeg prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, suočavanje s takvim zahtjevom rezultiralo bi zastojem i troškovima.[270] Osim toga, intermedijerovo držanje odgovarajuće imovine na više računa kod različitih intermedijera na višoj kariki može stati na put nastojanjima da se pozicija na ulagateljevom računu kod tog intermedijera dovede u vezu s pozicijom na intermedijerovom računom kod intermedijera na višoj kariki. Suženjem kruga aktivno legitimiranih osoba smanjuje se i rizik za intermedijera, koji ne prijeti od neograničenog broja nepoznatih mu osoba već samo od onih u odnosu na koje ga je svjesno preuzeo.[271] Uz sve to, primjenom načela „neprobojnosti" izbjegavaju se kolizijskopravne nedoumice do kojih bi mogao dovesti sraz prava ulagatelja za koje je mjerodavno jedno materijalno pravo i obveze intermedijera na višoj

[266] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.229; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 356.
[267] LC, 1. seminar, *op.cit.* (bilj. 14), Rd. 1.94(5); LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.230
[268] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.232, 1.238; Za belgijsko i luksemburško pravo v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 11 12. Za belgijsko pravo v. i Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 222. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 77. - 78., 92. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229. Ostvarivost prava isključivo od intermedijera s kojim je njegov nositelj u direktnom ugovornom odnosu *Guynn* (Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10.) uključuje u prvo od četiri temeljna načela suvremenog pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira. O tome v. i Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 324., 326. - 327.
[269] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.238; Neka prava (*e.g.* austrijsko) ulagatelja oboružaju zahtjevom prema intermedijeru na višoj kariki koji je povrijedio njegova stvarna prava, dok druga (*e.g.* njemačko) tu mogućnost rezerviraju za slučajeve stečaja ili povrede obveze neposrednog intermedijera.
[270] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.233; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.5; Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 324. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-13; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 19.
[271] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.59

kariki za koje je mjerodavno drugo materijalno pravo.[272] Iznimno, pravni poretci ulagateljima omogućuju ostvarivanje prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira od intermedijera na višoj kariki ako je neposredni intermedijer povrijedio ulagateljevo stvarno pravo (*e.g.* austrijski, portugalski) ili svoju obvezu prema ulagatelju (*e.g.* njemački, danski, nizozemski), odnosno ako je nad neposrednim intermedijerom otvoren stečaj (*e.g.* belgijski).[273] *De lege ferenda*, harmonizirani paneuropski pravni okvir ulagateljima ne treba ostaviti prostor za ostvarivanje svog prava od intermedijera na višoj kariki dokle god ga učinkovito mogu ostvariti od ili posredstvom svog intermedijera.[274] S druge strane, primjena načela „neprobojnosti" ne smije onemogućiti ni bitno otežati ostvarivanje prava ulagatelja zbog inertnosti ili nepoštenja njegovog intermedijera.[275]

O poimanju naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ne ovisi ni mogućnost „pljenidbe na višoj razini" (engl. „*upper tier attachment*"). Takvu mogućnost pravni poretci gotovo jednoglasno isključuju.[276] *De lege ferenda*, ni harmonizirani paneuropski pravni okvir ne treba je omogućiti.[277] Imovina na intermedijerovim zbirnim računima kod intermedijera na višoj kariki izvan je dohvata ulagateljevih vjerovnika. Nebitno je pritom smatra li je pojedini pravni poredak imovinom ulagatelja koja je pomiješana s ekvivalentom imovinom drugih osoba ili imovinom koja (neposredno ili posredno) služi kao pokriće za imovinu ulagatelja pozicioniranu na dnu skrbničkog lanca. Zabrana „pljenidbe na višoj razini" usko je povezana s načelom „neprobojnosti".[278] Razlozi zbog kojih se ulagateljevim vjerovnicima ne dopušta „pljenidba na višoj razini" dijelom se podudaraju s razlozima zbog kojih se ulagatelju ne omogućuje ostvarivanje prava od intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca. U - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina", u kojima

[272] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.235
[273] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.238 – 1.239; O mogućnosti ostvarivanja prava na „povrat" vrijednosnih papira od intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca u slučaju stečaja neposrednog intermedijera po belgijskom pravu v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 70., 78. – 79. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229.
[274] LC, 1. seminar, *op.cit.* (bilj. 14), Rd. 1.94(5); LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.247; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.16 – 3.17
[275] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.247
[276] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 6; Za luksemburško pravo v. FMLC, International Overview, *op.cit*. (bilj. 116), str. 2. Za belgijsko pravo v. Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 224., 233. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 95. Za američko pravo v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 220., 229. I zabranu „pljenidbe na višoj razini" *Guynn* uključuje u prvo načelo suvremenog pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira. Po njegovom mišljenju. rizik takve pljenidbe glavna je smetnja za postizanje konačnosti namire transakcija s vrijednosnim papirima. O tome v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10. O nužnosti isključenja takve mogućnosti v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 122.
[277] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.255; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.18; Radi namirenja tražbine protiv imatelja računa plijeniti se trebaju moći samo oni vrijednosni papiri koji su pripisani na njegov račun. O tome v. i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 353., 367.
[278] O zabrani „pljenidbe na višoj razini" kao podvrsti načela „neprobojnosti", v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.248. O tome v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6.

svaka karika skrbničkog lanca stječe vlastito pravo glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, „pljenidbu na višoj razini“ priječi pravna samostalnost svakog takvog prava, koje je neovisno od prava bilo koje druge karike skrbničkog lanca unatoč tome što – ekonomski gledano – sva ta prava svoju vrijednost crpe iz istih vrijednosnih papira u podlozi.[279] To što imovina na zbirnom računu u tim pravnim poretcima ne pripada ulagatelju onemogućuje njezino korištenje radi namirenja ulagateljevih obveza. U - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „direktnog vlasništva“ smetnja za „pljenidbu na višoj razini“ netransparentnost je sustava.[280] U takvim sustavima intermedijer na višoj kariki ne može ne samo znati za koga i u kojoj mjeri njegov klijent (*i.e.* intermedijer na nižoj kariki) drži imovinu na svom zbirnom računu već ni sa sigurnošću prosuditi osnovanost zahtjeva za pljenidbom s računa svog klijenta radi namirenja obveza treće osobe. Bojazan od odgovornosti za posljedice provedbe pljenidbe bez valjane pravne osnove kadra je potaknuti intermedijera da - ne obazirući se na interese, potrebe i očekivanja onih kojima pripada imovina na zbirnom računu vrijednosnih papira - privremeno obustavi promet po tom računu dok se ne utvrdi osnovanost zahtjeva. U netransparentnim sustavima „pljenidba na višoj razini“ podrivala bi tržišnu učinkovitost onemogućujući intermedijere da uredno ispunjavaju svoje obveze.[281] Osim toga, negativno bi utjecala na pravnu sigurnost i integritet sustava posrednog držanja oduzevši vjerodostojnost stanju upisa na računu, koje može djelovati obmanjujuće stvarajući privid imovine na slobodnoj poziciji koja je u stvarnosti zaplijenjena kod intermedijera na višoj kariki.[282] U transparentnim sustavima „pljenidba na višoj razini“ može se provesti bez štete za tržišnu učinkovitost i pravnu

[279] U pravima u kojima pravni odnos postoji samo između imatelja računa i relevantnog intermedijera – kao što je to slučaj u američkom pravu - nema se što plijeniti na višoj kariki jer je imovina ovršenika, koja može biti predmet ovrhe, smještena isključivo na kariki relevantnog intermedijera pa propisivanje zabrane „pljenidbe na višoj razini“ može imati samo deklaratorno značenje. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 10; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 205., 209. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 162., 166. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 55. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 310. Slično i Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 31. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 429. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 179., 184. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 122., 574. To vrijedi i u njemačkom pravu kad je riječ o tražbinama u podlozi WR-pripisa. O (ne)spojivosti „pljenidbe na višoj razini“ i redoslijeda prvenstva prava na različitim razinama skrbničke piramide v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.250 – 1.252. „Pljenidbi na višoj razini“ protivi se *Mooneyevo* načelo „prednosti prava na višoj razini“ (engl. *upper-tier priority*).

[280] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 122.

[281] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.249; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 22-2, 22-9; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 2; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 199. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 200; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 277. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-040; Imovina dužnika treba se moći plijeniti samo kod osobe koja je stvarno može identificirati kao dužnikovu imovinu. O „pljenidbi na višoj razini“ kao uzroku sistemskog rizika v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 63. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 309. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 429. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 122., 574.

[282] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 22-2; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 123. Kad bi se dopustila pljenidba na intermedijerovom računu kod intermedijera na višoj kariki radi namirenja tražbine prema intermedijerovom klijentu, stanje na klijentovom računu kod intermedijera ne bi bilo pouzdani pokazatelj njegove imovine.

sigurnost zahvaljujući poznavanju identiteta ulagatelja i stanja na njegovom računu vrijednosnih papira duž cijelog skrbničkog lanca, uključujući njegovu najvišu kariku.[283] [284]

Razlike među pravnim poretcima u poimanju naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ne povlače nužno za sobom različita temeljna ovlaštenja koja čine njegov sadržaj. Neovisno o naravi, takvo pravo u većini pravnih poredaka sadrži manje-više ista temeljna ovlaštenja. Promišljajući o harmoniziranom paneuropskom pravnom okviru, *Law Commission* smatra da ulagatelj *de lege ferenda* treba biti ovlašten primiti i zadržati plodove i koristi (imovinskih) prava iz vrijednosnih papira, kao i (direktno ili indirektno) ostvarivati (upravljačka i ostala) prava iz vrijednosnih papira.[285] Nebitno je pritom proizlaze li ta ovlaštenja iz ulagateljevog prava na vrijednosnim papirima (čime je ujedno i nositelj prava iz vrijednosnih papira) ili su posljedica spleta prava različite naravi i obveza većeg broja involviranih osoba. Povrh toga, ulagatelj treba biti ovlašten raspolagati svojim pravom te, ako to dopuštaju uvjeti izdanja vrijednosnih papira, povući vrijednosne papire s pohrane radi neposrednog držanja.[286] Ne igra ulogu raspolaže li pritom ulagatelj neposrednim stvarnim pravom na vrijednosnim papirima ili posrednim stvarnim pravom glede vrijednosnih papira.

Razlike među pravnim poretcima u poimanju naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira neminovno dovode do razlika u načinima uz koje pojedini pravni poretci vežu stjecanje tog prava. Tamo gdje se pravo ulagatelja koji vrijednosne papire drži posredstvom intermedijera suštinski ne razlikuje od prava ulagatelja koji ih drži neposredno način stjecanja prava načelno je jednak neovisno o načinu držanja. Vlasništvo vrijednosnih papira ulagatelj stječe primitkom isprava u posjed neovisno o tome je li taj posjed neposredan ili posredan. Tamo gdje o načinu držanja ovisi narav prava, o tome ovisi i način njegovog

[283] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 7; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 64. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 200. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.43; Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 416.
[284] O transparentnim sustavima v. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 29., 34. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 51. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 8. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 3), str. 846. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 149; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 49. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 16. Marjosola, Heikki, *op.cit*. (bilj. 23), str. 17. – 19.
[285] LC, 1. seminar, *op.cit.* (bilj. 14), Rd. 1.42; LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.187, 1.230; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.27, 3.12; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 42., 46. O kojim je konkretno pravima riječ v. LC, 1. seminar, *op.cit.* (bilj. 14), Rd. 1.39. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.178; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 41. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 51. O potrebi izričitog propisivanja tih ovlaštenja v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 353., 355.
[286] LC, 1. seminar, *op.cit.* (bilj. 14), Rd. 1.43; LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.229; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.11; O tome još v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.180 – 1.182; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 42. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 51; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 288., 353.

stjecanja. Ako je posredno pravo glede vrijednosnih papira samostalno i neovisno od neposrednog prava na vrijednosnim papirima, tako da stjecanje posrednog prava ne povlači za sobom stjecanje neposrednog prava i *vice versa*, tada ni formalnosti i pretpostavke propisane za stjecanje jednog od njih ne igraju nikakvu ulogu kod stjecanja drugog. Razlike među pravnim poretcima u načinima stjecanja prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira *Law Commission* smatra štetnim za pravnu sigurnost.[287] U harmoniziranom paneuropskom pravnom okviru ta se prava trebaju *de lege ferenda* moći steći valjanim pripisom na stjecateljev račun vrijednosnih papira.[288] Zagovornika kauzalne veze ulagateljevog stjecanja prava i pripisa provedenog na njegov račun ne nedostaje u pravnoj književnosti.[289] Pripis na račun uvjet je za primjenu Haške konvencije jer se tim činom vrijednosni papiri uvode u sustav posrednog držanja.[290] Ne obazirući se na njihovu narav, prava imatelja računa (tzv. „vrijednosne papire pohranjene kod intermedijera" (engl. *securities held with an intermediary*; njem. *Intermediär-verwahrte Wertpapiere*)) Haška konvencija izrijekom proglašava posljedicom pripisa vrijednosnih papira na njegov račun vrijednosnih papira (čl. 1. st. 1. t. f) Haške konvencije).[291] Uz pripis na takav račun nastanak prava glede vrijednosnih papira (tzv. „posredovanih vrijednosnih papira" (engl. *intermediated securities*)) veže i Ženevska konvencija (čl. 1. t. (b) Ženevske konvencije).[292] S druge strane, u nemalom broju pravnih poredaka nastanak i stjecanje prava nisu uvjetovani pripisom na ulagateljev račun vrijednosnih papira.[293]

[287] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.186; Izostanak neupitne mogućnosti ulagatelja da ovlaštenja sadržana u svom pravu dosljedno ostvaruje po cijelom jedinstvenom tržištu EU mogla bi se – po mišljenju *Law Commission* - negativno odraziti na spremnost sudjelovati u prekograničnim transakcijama s posredno držanim vrijednosnim papirima.

[288] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.12 – 1.13, 1.229 – 1.230

[289] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 6. FMLC, International Overview, *op.cit*. (bilj. 116), str. 2. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 303. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 175

[290] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 24, 1-16; Tako i Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 1 HSC Rd. 3; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, Conflict of Laws Rules, u: Keijser, Thomas (ured.), Transnational Securities Law, Oxford, 2014, Rd. 10.13; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 346. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1233. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 266. - 267. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str.

[291] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-16; Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/165; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 521. Riječima *Ire*, pripis na depozitni račun odlučujući je moment za stjecanje prava od strane imatelja računa. Takav pristup problematičan je iz perspektive austrijskog prava u kojem uknjižba na račun vrijednosnih papira sama po sebi ne rezultira stvarnopravnim raspolaganjem. *Cf.* Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 138., 143., koji smatra da takav pripis, po pravu koje je za njega mjerodavno, ne treba imati konstitutivni učinak na stjecanje prava. Štoviše, Haška konvencija primjenjuje se i na raspolaganja koja ne rezultiraju pripisom na stjecateljev račun vrijednosnih papira. Za njezinu primjenu ključno je da su vrijednosni papiri upisani na račun prije raspolaganja.

[292] LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.43; Uz pripis na račun vrijednosnih papira Ženevska konvencija veže ne samo nastanak prava imatelja računa već i njegovu zaštitu od tražbina intermedijerovih vjerovnika. Tako LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.83.

[293] Za učinak pripisa *ad probationem* u belgijskom pravu v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 67., 92.

Potreba i mogućnost usklađivanja pravnih poredaka po pitanju materijalnopravne prosudbe naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira tema je oko koje se lome koplja u međunarodnoj pravnoj književnosti. Već više od dva desetljeća postoji svijest o tome da nepostojanje paneuropskog pravnog okvira za „tretman vlasništva" vrijednosnih papira predstavlja smetnju za pravnu sigurnost i glavni izvor pravnog rizika u prekograničnim transakcijama.[294] U razlikama među pravnim poretcima u poimanju naravi prava ulagatelja doktrina je pronašla uzrok brojnih pravnih teškoća kod prekogranične pohrane vrijednosnih papira.[295] Neuspješni pokušaji kolizijskopravnog usklađivanja razotkrili su međuovisnost materijalnog i međunarodnog privatnog prava, zbog koje se potonje ne može uskladiti ako se ne bi uskladilo i prethodno. Materijalnopravno usklađivanje nije nimalo lak zadatak jer zahtijeva zadiranje u lokalne specifičnosti kojih se – zbog simboličke ili praktične važnosti - pravni poretci nisu voljni odreći.[296] Na pitanje do koje se mjere pravni poretci mogu i trebaju uskladiti i na koji način takvo usklađivanje trebaju provesti ne postoji jednoznačan odgovor. Izgledno je da izjednačavanje – koje je svojedobno zagovarala *Giovanninijeva skupina* u odnosu na prava država članica EU – nije moguće, a vjerojatno niti potrebno.[297] Dovoljno bi bilo premostiti duboki jaz između dva suprotstavljena tabora, bilo tako da se jedan od njih odrekne dijela vlastitog identiteta i prikloni drugome ili tako da oba učine ustupke potrebne za postizanje kompromisa.[298] Koja alternativa će zaživjeti ostaje za vidjeti. Gledajući unazad, zamjetan je trend napuštanja tzv. „stvarnopravne konstrukcije", koja je još ne tako davno dominirala međunarodnom scenom.[299] Pokrenula ga je novela čl. 8. UCC iz 1994. godine,

[294] The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 25), str. 56. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 148), str. 13. *et seq*. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *op.cit*. (bilj. 153), str. 24. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 34.

[295] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 444.

[296] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 440. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 10.

[297] The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 148), str. 14. Da izjednačavanje nije moguće ni potrebno svjedoči *LCG*-ova Preporuka br. 4, koja knjižne vrijednosne papire (engl. *book-entry securities*) prikazuje kao minimalno harmonizirani pravni položaj koji ulagatelj zauzima pripisom na njegov račun vrijednosnih papira. O takvom zaokretu, kao svođenju ambicija u realne okvire, v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 149. O nemogućnosti i nepostojanju potrebe za potpunom harmonizacijom v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 262. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *op.cit*. (bilj. 204), str. 16. Restriktivni i funkcionalni pristup harmonizaciji zagovara i *Haentjens, Matthias, Harmonisation*, *op.cit*. (bilj. 5), str. 366., 376. Za tezu da je konvergencija pravnih poredaka moguća samo na funkcionalnoj razini v. Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 256., 284. Slično i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 580. – 581.

[298] Po pitanju naravi ulagateljevog prava, dovoljnom *Haentjens* smatra „funkcionalnu dosljednost" među pravnim poretcima država članica EU. Kad je pak riječ o sadržaju ulagateljevog prava (u smislu ovlaštenja koja ga čije) *Haentjens* zagovara „tehničko ujednačavanje". O tome podrobnije v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 366. – 367.

[299] O tome v. i Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 4.

kojom su američki ulagatelji lišeni suvlasništva zbirnog portfelja.[300] Sličan učinak za švicarske ulagatelje imalo je stupanje na snagu FISA-e 2010. godine.[301] Neposredno stvarno pravo na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima u oba pravna poretka ulagateljima je postalo nedostupno. Zamijenili su ga različiti instituti, kojima je zajednička hibridna narav. Čak se – po mišljenju *Wusta* - i Ženevska konvencija, koja je na deklarativnoj razini sveobuhvatna i neisključiva, prešutno oslanja na obveznopravnu narav ulagateljevog prava.[302] Većoj primjerenosti tražbine prema neposrednom intermedijeru odnosno prava ostvarivog (isključivo) od neposrednog intermedijera u odnosu na neposredno stvarno pravo na vrijednosnom papiru priličan prostor posvetila je i pravna književnost.[303] Unatoč snažnih pritisaka dijela doktrine, trend zasad ne slijedi ni njemačko ni austrijsko pravo.[304] Otpor je posljedica još uvijek dominantnog uvjerenja u neisplativost prelaska na „povjerenički model" (*i.e.* većina smatra da bi prelazak donio više štete nego koristi). Inzistiranje na održanju *statusa quo* proizlazi iz bojazni da bi odmicanje od tradicionalnih pravnih instituta, ponajviše vlasništva, oslabilo zaštitu pohranjenih vrijednosnih papira.[305] Po mišljenju *Scherera* i *Galleija*, stvarnog prava ne može se odreći želi li se na odgovarajući način zaštititi kako poštene stjecatelje vrijednosnih papira tako i ulagatelje u slučaju stečaja neposrednog intermedijera.[306] S druge strane, vlasništvo je u pravnim poretcima kontinentalnoeuropskog pravnog kruga problematično kod nematerijaliziranih vrijednosnih papira.[307] O teškoćama do kojih bi dovelo protezanje vlasništva izvan nacionalnih granica zorno svjedoči postojanje njemačkog pravnog uređenja

[300] O stvarnopravnoj konstrukciji u američkom pravu do novele čl. 8. iz 1994. godine v. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 537. O brzom uočavanju teškoća povezanih s primjenom tradicionalnih pravila stvarnog prava na tzv. „neraspoređene" (engl. *unallocated*) (*i.e.* zbirno pohranjene) vrijednosne papire u američkom pravu v. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 137.

[301] O razlozima zbog kojih je švicarsko pravo raskrstilo s institutom suvlasništva v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 136.

[302] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 442., 450.

[303] Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 273. – 274. Po mišljenju *Vaalera*, kodifikacija ovlasti na vrijednosne papire kao prava prema intermedijeru jako je pospješila prilagodbu američkog pravnog okvira tržišnoj stvarnosti, u kojoj je evidencija intermedijera jedino mjesto gdje se može pronaći zapis o tom pravu. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 448. *et seq*. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 590. - 591.

[304] Za kritiku njemačkog pravnog uređenja v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 274, 352; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 160., 162., 196., 430. – 431. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 254., 266. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 227., 449. – 450. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 214. Za kritiku i njemačkog i austrijskog pravna uređenja v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 171. – 181.

[305] Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 24.

[306] Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. *Contra* Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 228., koji smatra da je stvarnopravna konstrukcija žiro zbirne pohrane samo jedan od mogućih načina za postizanje cilja.

[307] Kim, Kon Sik, *op.cit*. (bilj. 184), str. 338. - 339. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 430. Za francusko pravo v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 116. – 117. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 119. O problemima s primjernom stvarnog prava na "nestvari" v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 214.

tzv. povjereničke pohrane u inozemstvu.[308] Dio doktrine (*Kim*, *Wust*) zagovara usklađivanje po uzoru na američko pravo.[309] Nesporna je činjenica da američki pristup, između ostalog, najbolje odražava modernu tržišnu praksu.[310] S druge strane, svojevrsno, hibridno pravo koje objedinjuje stvarnopravnu i obveznopravnu komponentu (kakva je i ovlast na vrijednosne papire po američkom pravu)[311] problematično je iz perspektive onih pravnih poredaka koji ustraju u striktnoj diobi prava na stvarno i obvezno.[312] U tim pravnim poretcima, kodifikacija takvog prava dovela bi - po mišljenju *Haentjensa* - do nesrazmjernog smanjenja unutarnje koherentnosti.[313] Materijalnopravno usklađivanje tako da svaki imatelj računa stekne tražbinu prema svom intermedijeru zagovara i *Ege*.[314] Po njegovom mišljenju, pristup „korak po korak" (engl. „*tier-by-tier*") treba vrijediti ne samo kod utvrđivanja mjerodavnog prava već i prilikom oblikovanja njegovog sadržaja.[315] Ta potreba zadovoljena je Ženevskom konvencijom, koja - poput Haške – počiva na tom pristupu.[316] Po mišljenju *Einsele*, prikladan put za implementaciju Ženevske konvencije u njemačko pravo pretvaranje je suvlasnika u svojevrsne vjerovnike osnaženih tražbina prema njihovim bankama.[317] Ulagatelji koji polažu pravo na vrijednosne papire pohranjene u Njemačkoj tim bi se putem izjednačili s ulagateljima u vrijednosne papire na povjereničkoj pohrani u inozemstvu.

3.1 Englesko pravo

U engleskom pravu ulagatelji koji vrijednosne papire drže posredstvom intermedijera korisnici su povjerenstva (engl. *beneficiary of trust*) i, kao takvi, koristovni vlasnici (engl. *beneficial owners*) vrijednosnih papira koji su predmet povjerenstva.[318] Pravni vlasnici (engl.

[308] Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 38. O tome v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 413., koji ukazuje na problematičnost stvarnopravno oblikovanih skrbničkih struktura kod prekograničnih knjiženja. *Cf*. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 36, koji navode da stvarnopravno obličje njemačkog prava vrijednosnih papira nije rezultiralo teškoćama u prekograničnom žiro prometu vrijednosnih papira. O povjereničkoj pohrani u inozemstvu po njemačkom pravu podrobnije *infra*.

[309] Kim, Kon Sik, *op.cit*. (bilj. 184), str. 339. Tako i Wust, str. 451. – 452. Za oprečan stav švicarskog zakonodavca v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 298. Ocijenjeno je, naime, da bi usklađivanje švicarskog prava po uzoru na američko – koje je prikladnije načinu provedbe žiro prometa vrijednosnih papira - predstavljalo prevelik odmak od tradicionalnih pravnih instituta.

[310] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 277. Uz to, *Haentjens* spominje najveći potencijal tog pristupa za zaštitu prava imatelja računa

[311] O ovlasti na vrijednosne papire podrobnije *infra*.

[312] Kim, Kon Sik, *op.cit*. (bilj. 184), str. 339. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 329.

[313] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 329., 344. – 345., 352.

[314] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 171., 182.

[315] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 182., 193.

[316] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 304. Ženevska konvencija usredotočuje se na svaku pojedinu kariku skrbničkog lanca smatrajući je samostalnom i neovisnom od ostalih karika tog lanca.

[317] Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 259.

[318] O institutu povjerenstva kao pravnoj osnovi pohrane u engleskom pravu v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.36, 10.21; LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.43; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.16; LC, FUA,

legal owners) vrijednosnih papira, kojima formalno pripadaju prava koja iz njih proizlaze i neposredno pravo na njima, intermedijeri su koji vrijednosne papire drže u ulozi povjerenika (engl. *trustee*).[319] Kad je riječ o skrbničkom lancu, uloga povjerenika – koju imaju svi intermedijeri – ne povlači nužno za sobom pravno vlasništvo vrijednosnih papira – koje ima samo intermedijer na najvišoj kariki tog lanca (*i.e.* središnji depozitoriji odnosno, kad je riječ o nematerijaliziranim vrijednosnim papirima u CREST sustavu, članovi tog sustava).[320] Razdioba vlasništva na pravno i koristovno ostavlja ne samo ulagatelje već i intermedijere na ostalim karikama lanca samo s pravičnim pravom (engl. *equitable interest*) glede vrijednosnih papira.[321]

Po mišljenju većeg dijela engleske doktrine, pravično pravo glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira – koje *Benjamin* naziv „pravom glede vrijednosnih papira" (engl. *interest in securities*)[322] - obvezno je pravo sa stvarnopravnim učincima, odnosno hibrid koji objedinjuje i stvarnopravne i obveznopravne elemente.[323] Kombinacija tih elemenata čini ga sličnim ovlasti

---

op.cit. (bilj. 5), Rd. 2.61; Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 313. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 24. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 132. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 323. – 324., 331. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 10. Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 187. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.12, 3.15; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 44. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 311. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 50. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 55. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-029.

[319] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.63; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.94 – 2.95; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.37 – 2.38; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.16; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-11; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 279., 324. Micheler, Eva, Entwicklung, *op.cit*. (bilj. 76), str. 378. – 379.

[320] O intermedijeru kao povjereniku v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.21; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-10; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 24. Za pravno vlasništvo člana CREST sustava v. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-05; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.22; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 54. – 55. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-073. O pravnom vlasništvu isključivo intermedijera na najvišoj kariki v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 17.

[321] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.63; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-11; Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 31. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Za razliku od pravičnog prava intermedijera na ostalim karikama skrbničkog lanca (*i.e.* svim osim najviše), koje je nekoristovno (engl. *non-beneficial*), pravično pravo ulagatelja je koristovno (engl. *beneficial*). Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.37; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 24. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 43. - 45.

[322] O značenju fraze „prava glede vrijednosnih papira" v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.17, 13.02; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.40; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 47. *et seq*., 151. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Njome *Benjamin* označava imovinu klijenta za kojeg intermedijer drži vrijednosne papire ili prava glede vrijednosnih papira na zbirnoj pohrani zajedno s pravima glede vrijednosnih papira drugih klijenata. Riječ je o netjelesnoj, tzv. „neraspoređenoj" (engl. *unallocated*) imovini evidentiranoj na skrbničkom računu onoga kome pripada, kojom se raspolaže provedbom izmjena tih evidencija. Kako to navodi *Zaccaria*, nije riječ ni o posrednom pravu na vrijednosnim papirima niti o *McFarlaneovom* i *Stevensovom* „pravu koje se odnosi na pravo" već o „pravu na pod-imovini odnosno na izvedenoj stvari" (engl. *interest in a sub-property or in a derivative asset*).

[323] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 10. O hibridnoj konstrukciji financijskih instrumenata - ugovornih tražbina koje po mnogočemu zavređuju tretman (tjelesnih) stvari v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.41. O priznavanju stvarnopravnih učinaka ugovornim tražbinama kao jedinstvenom obilježju povjerenstva, v Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 164. Za skup prava korisnika povjerenstva, koji uključuje ne samo tražbinu prema povjereniku već i stvarno pravo na imovini u povjerenstvu v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 23. O svojevrsnosti odnosno hibridnom karakteru korisnikovog prava v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 285.

na vrijednosne papire po američkom pravu.[324] Pravično pravo tražbina je korisnika povjerenstva prema povjereniku radi realizacije prava iz vrijednosnih papira (*i.e.* da mu prepusti primljene plodove imovinskih prava odnosno da mu omogući ostvarivanje upravljačkih prava) i na vrijednosnim papirima (*i.e.* da mu omogući raspolaganje tim vrijednosnim papirima i njihovo povlačenje s pohrane) koji su predmet povjerenstva.[325] Njezinom ispunjenju namijenjene su, *inter alia*, fiducijarne obveze (engl. *fiduciary duties*) koje povjereniku nameće pravo pravičnosti (engl. *law of equity*).[326] Ispunjenje tih obveza potrebno je da se korisnik povjerenstva (*i.e.* koristovni vlasnik) domogne onoga do čega pravni vlasnik vrijednosnih papira dolazi *eo ipso*.[327] Pravna osnova takve tražbine ugovor je između korisnika povjerenstva i povjerenika.[328]

Budući da je riječ o tražbini iz dvostranog ugovornog odnosa, pravično pravo ulagatelji kao vjerovnici mogu ostvarivati samo od svojih neposrednih intermedijera kao dužnika. Iako se tiče prava iz vrijednosnih papira, ne mogu ga ostvarivati ni od izdavatelja tih vrijednosnih papira niti, kad je riječ o skrbničkom lancu, od intermedijera na nekoj višoj kariki.[329] I „sustav indirektnog ostvarenja" (engl. *indirect enforcement system*), koji egzistira u engleskom pravu, i načelo „neprobojnosti" (engl. „*no-look-through" principle*), koje englesko pravo primjenjuje,

[324] Sličnost prepoznaju i *FMLC* (FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 20.) i *Goode* (Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-12) i *Scherer* (Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 7) i *Zaccaria* (Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 48.).

[325] Benjamin, Joanna, *op.cit.* (bilj. 12), Rd. 2.38; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 10. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 405. Za sličan opis obveznopravne komponente ulagateljevog pravnog položaja v. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-11, 6-14; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 56.

[326] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.48; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.18; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 33. – 37. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 51. Pravo kojeg je nositelj, povjerenik smije ostvarivati isključivo u korist korisnika, v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit.* (bilj. 14), str. 35.

[327] Posredno držani vrijednosni papiri ulagatelju omogućuju da se domogne koristi od prava ne zahtijevajući da prethodno pribavi samo pravo. To *McFarlane* i *Stevens* smatraju njihovim osnovnim obilježjem, v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 34. Iako nositelj prava glede posredno držanih vrijednosnih papira snosi sve rizike i uživa sve koristi vlasništva vrijednosnih papira, nema jednak pravni položaj kao pravni vlasnik vrijednosnih papira. O tome v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.107. O tome da ulagatelj svoja prava može ostvariti samo ako i u mjeri u kojoj intermedijer ispuni svoje obveze v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 38.

[328] Za ugovornu osnovu posredno držanih vrijednosnih papira v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.41. Da je riječ o ugovornom pravu ulagatelja prema neposrednom intermedijeru navodi i *Scherer*, v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 7. Za tezu da ulagateljeva prava uvelike ovise o sadržaju takvog ugovora v. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. – 7., 35.

[329] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.196, 1232 – 1.237; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 47. - 48. Benjamin, Joanna, *op.cit.* (bilj. 12), Rd. 2.33; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-13; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 19. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.3, 6.28; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 56. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2. Za nemogućnost ulagatelja, koji zbog posrednog držanja nije dioničar, da ostvaruje prava iz dionica direktno od izdavatelja v. Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 195., 197., 216. Slično i Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 318. – 319. O tome i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.24.

rezultat su dvostranosti povjereničkog odnosa, koji je po svojoj srži obveznopravne naravi.[330] Koristi od prava iz vrijednosnih papira, koja mu u konačnici pripadaju, ulagatelj se može domoći samo zaobilazno, indirektnim putem, pouzdajući se da će intermedijer ostvariti svoja prava od izdavatelja i ispuniti svoju obvezu prema njemu odnosno, u slučaju skrbničkog lanca, da će svaka karika ostvariti svoja prava od više karike i ispuniti svoje obveze prema nižoj kariki. Indirektnost se, stoga, ne tiče prava koja ulagatelj ima i ostvaruje direktno, već koristi koje ulagatelj očekuje ali ih se ne može domoći samostalno oslanjajući se isključivo na svoja prava. Osim što faktički zaklanja identitet ulagatelja, intermedijacija pravno prekida njegov odnos s izdavateljem.[331] To što svoje (pravično) pravo ulagatelj izvodi iz (pravnog ili pravičnog) prava (svog) intermedijera ne legitimira ga prema imateljima obveza koje su u podlozi obveze njegovog intermedijera.[332] Primjena načela „neprobojnosti" *eo ipso* isključuje mogućnost „pljenidbe na višoj razini" (engl. *upper-tier attachment*) jer ulagateljev vjerovnik ne može imati veća prava od samog ulagatelja.[333] Aktivna legitimacija može postojati samo u slučaju povjerenikovog postupanja *in mala fide* i nerazumnog odbijanja podnošenja tužbe u jasnim slučajevima nanošenja štete imovini na povjerenstvu.[334] Eventualno zakonsko uređenje,

[330] Za „sustav indirektnog ostvarenja" u engleskom pravu v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.194 – 1.198. Za načelo „neprobojnosti" u engleskom pravu v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.237, 1.241 – 1.242; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.24(6), 5.1 *et seq*., 6.81; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 12. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 18. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2. *et seq*. Prava iz podpovjerenstva (engl. *sub-trust*) korisnik može po redovitom tijeku stvari ostvariti samo od svog povjerenika, ne od glavnog povjerenika (engl. *head trustee*) ni od treće osobe. Korisnik podpovjerenstva (engl. *sub-trust beneficiary*) ne može ni stupiti u procesni položaj povjerenika radi ostvarenja njegovih prava od treće osobe, čak ni uz njegovu suglasnost.

[331] Izdavatelj ima odnos samo s intermedijerom na najvišoj razini. Izdavatelj ne mora znati drži li taj intermedijer vrijednosne papire za svoj ili za tuđi račun i u pravilu ne zna identitet intermedijerovih klijenata (*i.e.* imatelja računa). Po engleskom pravu trgovačkih društava, sva prava iz dionica *vis-à-vis* izdavatelja pripadaju njihovim „registriranim" vlasnicima (engl. *registered owners*) koji takav status stječu upisom u izdavateljevom registru u svojstvu dioničara. To što pravni vlasnik nije ujedno i koristovni, jer dionice drži povjerenički za svog klijenta, ne dovodi u pitanje njegov status dioničara i jedine osobe s kojim izdavatelj ima neposredni odnos. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.195; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.16, 2.93 – 2.96, 3.11 – 3.12; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.38; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-10; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 24. Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 187., 195., 216. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5.

[332] Primjenu načela „neprobojnosti" nalažu razlozi praktičnosti i tržišne učinkovitosti. Utvrditi neprekinuti niz stjecanja (engl. *chain of title*) između izdavatelja i ulagatelja kroz skrbnički lanac nije jednostavno ni lako, a katkad ni moguće. Osim što identitet ulagatelja nije poznat intermedijerima na višim razinama, utvrđivanje otežava činjenica da pokriće za prava svojih klijenata intermedijeri pribavljaju iz više izvora te da sustavi za namiru provode multilateralni obračun. Čak i kad bi bili dostupni, do relevantnih podataka moglo bi se doći samo uz značajan napor i trošak, s time da brzina transakcija na tržištu ne ostavlja dovoljno vremena za istraživanja te vrste. O tome v. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 12. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-13; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 18.

[333] McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit.* (bilj. 14), str. 48. I po mišljenju *FMLC* (FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 13.), nemogućnost proboja povlači za sobom nemogućnost pljenidbe na višoj razini.

[334] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.237, 1.242. Po mišljenju *Law Commission*, takva iznimka stvara nesigurnost za intermedijera na višoj razini kad ga klijent intermedijera na nižoj razini suoči sa zahtjevom tvrdeći da postupa *in mala fide*. Osim osnovanosti zahtjeva, u tom slučaju intermedijer na višoj razini treba ispitati i

prijedlog kojeg je ponudio *FMLC*, samo bi konstatiralo postojeće stanje.[335] *De lege ferenda*, svoja prava glede vrijednosnih papira klijenti (i osobe koje svoja prava izvode iz njihovih prava, uključujući ovrhovoditelje) mogli bi, po mišljenju *FMLC*, prisilno ostvariti samo od intermedijera, ne od izdavatelja ili nekog drugog intermedijera, osim ako bi drugačije proizlazilo iz uvjeta izdanja vrijednosnih papira, izdavateljevog jednostranog akta (engl. *deed poll*), ugovora ili propisa namijenjenih zaštiti od postupanja *mala fide* (FMLC načelo 2(d)).[336]

Stvarnopravni učinci posljedica su proširenog djelovanja pravičnog prava izvan kruga neposrednih sudionika obveznog odnosa. Za razliku od „običnih" tražbina, pravično pravo djeluje i prema trećim osobama.[337] Za razliku od stvarnih prava *sensu stricto*, pravično pravo ne djeluje prema svim već samo prema nekim (*i.e.* relevantnim) trećim osobama.[338] Takvim učincima usprkos, dio doktrine (*e.g. McFarlane* i *Stevens*, *Scherer, Combs*) pravičnom pravu uskraćuje status stvarnog prava.[339] Netjelesnost i neodređenost objekta pravičnog prava te učinak tog prava *ultra partes* drugom dijelu doktrine (*e.g. Benjamin, Thévonez, Schwarcz* i *Benjamin, Micheler, FMLC, Gullifer*, *Zaccaria*) nisu nespojivi s njegovom stvarnopravnom

njegovu dopuštenost (*i.e.* ima li ga imatelj računa pravo podnijeti u odnosu na određene vrijednosne papire koje intermedijer drži). Za slučajeve u kojima može doći do „probijanja" neposrednog intermedijera v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 44. Između ostalog, *Liang* spominje i stečaj neposrednog intermedijera. Slično i Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-037.

[335] Za načelnu podudarnost predloženog zakonskog uređenja i važećeg prava v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.211, 1.242. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 22. Zakonskoj inicijativi *FMLC-a* (FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 13.) protive se *McFarlane* i *Stevens* (McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit.* (bilj. 14), str. 48.) smatrajući je nepotrebnom.

[336] Ulagatelj može prisiliti svog intermedijera da od treće osobe (*i.e.* izdavatelja ili intermedijera na višoj razini) ostvari svoja prava, ali ne može direktno protiv treće osobe podnijeti takav zahtjev. O tome v. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 22.

[337] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 32., 41., 44. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 286.

[338] Osim prema povjereniku (*i.e.* neposrednom intermedijeru), pravo korisnika proizvodi učinak i prema „određenoj kategoriji trećih osoba", v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit.* (bilj. 14), str. 35. Po mišljenju *Benjamin*, riječ je o stvarnom pravu samo prema intermedijeru (engl. *as against the intermediary*), v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.33 - 2.34., 13.01 – 13.02. Kao osobe prema kojima djeluje takvo pravo *Liang* (Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 50.) navodi stečajne vjerovnike intermedijera. O „neapsolutnom" odnosno relativnom djelovanju stvarnog prava i prava na posjed (engl. *title*) u engleskom pravu v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 24. – 26.

[339] *McFarlane* i *Stevens* (McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit.* (bilj. 14), str. 36.) zagovaraju koherentnost stvarnih prava, koja djeluju *erga omnes* i predmet kojih mogu biti samo određene tjelesne stvari. Nedvojbeno je da ulagateljevo pravo, koje se u literaturi nerijetko naziva „pravičnim stvarnim pravom" (engl. *equitable property right*) nema ni takav učinak ni takav predmet. Po njihovom mišljenju, nije riječ o stvarnom pravu već o pravu *sui generis*, koje oni još nazivaju „*pravom koje se odnosi na pravo*" (engl. *right to, or against, a right*) i „*ustrajnim pravom*" (engl. *persistent right*). Uspoređujući ga s ovlasti na vrijednosne papire po američkom pravu, pravo glede vrijednosnih papira po engleskom pravu *Scherer* (Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 7) opisuje kao skup ugovornih prava ulagatelja prema neposrednom intermedijeru. Po mišljenju *Combs* (Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 405.), u povjereničkom odnosu klijent ima samo ugovorno pravo zahtijevati od skrbnika da naplati i proslijedi dividendu, ostvari pravo glasa i realizira ostala „vlasnička" prava iz vrijednosnih papira. Za kritiku *McFarlaneovog* i *Stevensonovog* mišljenja v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 32. *et seq*., 150., 152.

naravi.[340] Objekt pravičnog prava pravno je ili, u slučaju skrbničkog lanca, pravično pravo intermedijera iz kojeg je izvedeno.[341] Preciznije bi, stoga, o tom pravu bilo govoriti kao o neposrednom pravu na pravu, a ne o posrednom pravu na vrijednosnim papirima.[342] Svakom pojedinom ulagatelju ne pripada samostalno pravično pravo koje se odnosi na pojedinačno određene vrijednosne papire, već idealni dio tog prava koje se odnosi na cjelokupni zbirni portfelj ekvivalentnih vrijednosnih papira koji intermedijer drži za sve svoje klijente.[343] Ostali idealni dijelovi pripadaju drugim ulagateljima koji ekvivalentne vrijednosne papire drže posredstvom istog intermedijera. Svi oni pravični su suvlasnici (engl. *equitable tenancies in common*) zbirnog portfelja.[344] Nijedan od njih nije isključivi vlasnik konkretnog vrijednosnog papira u sastavu tog portfelja.[345] Suvlasnicima imovine na povjerenstvu (engl. *co-owners of the trust property*) ulagatelje smatraju i sudovi.[346] Stvarnopravnu narav pravičnog prava ne dovodi u pitanje ni činjenica da to pravo ulagatelju ne omogućuje neposrednu pravnu vlast nad vrijednosnim papirima.[347] Unatoč tome što je – po mišljenju tog drugog dijela doktrine – nositelj i stvarnog prava, ulagatelj svoju vlast nad vrijednosnim papirima može ostvariti samo

[340] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.33; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-11; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 25. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 313. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 135. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 10. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 144. O odlikama stvarnog prava u engleskom pravu v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 21. *et seq*. U engleskom pravu tražbina koja se odnosi na stvar može biti stvarnopravne naravi i djelovati prema trećim osobama (iako ne nužno prema svima već samo prema nekima), objekt stvarnog prava mogu biti netjelesne stvari (*i.e.* prava), a načela određenosti i publiciteta primjenjuju se manje striktno kad (neposredni) objekt stvarnog prava nisu tjelesne stvari.

[341] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.63; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-12, 6-14; Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 24. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit.* (bilj. 14), str. 37. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 24. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 11., 48.

[342] Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 12., 50. *et seq*., 74. - 75., 82., 92., 151. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3.

[343] Dio doktrine (Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.82; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-09) smatra da su takvim shvaćanjem otpale nedoumice glede (ne)valjanosti povjerenstva u slučaju zbirne pohrane zbog neodređenosti odnosno neodredivosti njegovog predmeta. To što određena količina zbirno pohranjenih vrijednosnih papira (*i.e.* dio zbirnog portfelja) ne može biti predmet valjanog povjerenstva u korist pojedinog klijenta ne isključuje mogućnost zasnivanja valjanog povjerenstva na cjelokupnom zbirnom portfelju ekvivalentnih vrijednosnih papira u korist svih klijenata za koje intermedijer drži te vrijednosne papire. O tome v. i Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 66. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 34., 45., 49. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 96.

[344] Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 313. FMLC, Property Instruments, *op.cit.* (bilj. 127), str. 10. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 13.14; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.39, 3.42 *et seq.*; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-09; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 45. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 310., 312. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 50. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 32. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.64; U engleskom pravu suvlasništvo je pravna posljedica polaganja vrijednosnih papira u vlasništvu različitih osoba na zbirnu pohranu, bilo kroz miješanje vrijednosnih papira na donositelja ili sjedinjenje vrijednosnih papira na ime. O tome v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.76, 2.78.

[345] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.23; FMLC, Property Instruments, *op.cit.* (bilj. 127), str. 20.

[346] Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 71. Riječ je o odlukama u predmetu *Pearson and others v. Lehman Brothers Finance SA*. [2010] EWHC 2914 (Ch).

[347] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.33

posredstvom intermedijera. Ni prijedlozi dijela doktrine za kodifikacijom tog prava ne idu za tim da mu se uskrati povjerenička pravna osnova ni da mu se izmijeni mješoviti sadržaj.[348] *De lege ferenda*, pravo glede vrijednosnih papira (engl. *interest in securities*) trebalo bi, po mišljenju *FMLC*-a, obuhvatiti kako tražbinu prema intermedijeru tako i stvarno pravo glede vrijednosnih papira (FMLC načelo 2(a)), s time da bi svakom klijentu koji posredstvom intermedijera drži vrijednosne papire određene vrste trebalo pripasti srazmjerno stvarno pravo na portfelju vrijednosnih papira te vrste (engl. *proportionate property rights in the pool to the extent of its entitlement*) (FMLC načelo 2(b)).[349]

Pravo ulagatelja koji vrijednosne papire drži posredstvom intermedijera slabijeg je učinka od prava ulagatelja koji vrijednosne papire drži neposredno.[350] Slabost se manifestira kako iz perspektive zaštite radi očuvanja vlastitog postojanja i mjesta u prvenstvenom redu tako i iz perspektive ostvarenja radi postizanja željenih pravnih i gospodarskih učinaka. Pristankom na posredno držanje ulagatelj prihvaća rizik kasnijeg stjecanja pravnog vlasništva *in bona fide*, koje dokida njegovo pravično pravo, i postojanja njemu nepoznatog pravičnog prava, koje – budući da je ranije stečeno - zauzima bolje mjesto u redoslijedu prvenstva od njegovog prava.[351] Osim toga, budući da se oslanja na pravo povjerenstva i odredbe ugovora o računu, pravo ulagatelja nije – po mišljenju *Law Commission* – posve jednako korporativnim i stvarnim pravima ulagatelja koji vrijednosne papire drži neposredno.[352] Plodova i koristi tih prava ulagatelj se može domoći samo ako je skrbnički lanac protočan. Kod skrbničkog lanca, pravo

[348] Jedini cilj kodifikacije koju zagovara *FMLC* bilo bi uklanjanje nedoumice oko (ne)mogućnosti zasnivanja valjanog povjerenstva na (promjenjivom) zbirnom portfelju ekvivalentnih vrijednosnih papira zbog neodređenosti ili neodredivosti njegovog predmeta. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.77. Intervenciju zakonodavca priziva i *Moss* (Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 66.) smatrajući da se valjano povjerenstvo može zasnovati samo na svim vrijednosnim papirima određene vrste i roda koje intermedijer drži, što predstavlja problem kad samo dio njih drži za svoje klijente, a dio za sebe. *Contra* McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 34. Praktične potrebe koje je prepoznao *FMLC* mogu se, po mišljenju *McFarlanea* i *Stevensa*, namiriti bez zakonskog uređenja. O eventualnoj nužnosti kodifikacije radi pojašnjenja naravi prava glede vrijednosnih papira v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 164. *Liang* smatra da je za odluku o tome potrebna dodatna analiza.

[349] FMLC, Property Instruments, *op.cit.* (bilj. 127), str. 20.

[350] Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 65. *Moss* spominje „manju sigurnost" prava na (nečijem) pravu u odnosu na koristovno vlasništvo vrijednosnih papira. O tome v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 44., 50. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 51. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 286. Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 26. Osim nezaštićenosti od poštenih stjecatelja pravnog vlasništva, *Zaccaria* spominje i nemogućnost samostalnog podnošenja tužbe protiv štetnika. O manjoj vrijednosti kao posljedici nemogućnosti ostvarenja prava od izdavatelja v. i Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 12. *et seq*.

[351] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.69; Za rizik kasnijeg stjecanja pravnog vlasništva *in bona fide* v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 24.

[352] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.197; U engleskoj pravnoj književnosti može se susresti teza da je polaganjem vrijednosnih papira na pohranu ulagatelj pristao na zamjenu prava glede vrijednosnih papira koja je dotad imao prema izdavatelju za prava prema skrbniku.

ulagatelja svodi se na ono što za imatelja računa proizlazi iz najmanje povoljnog ugovora o računu.[353]

Ekonomska međuovisnost ne dovodi u pitanje pravnu samostalnost i odvojenost pravnog i koristovnog vlasništva vrijednosnih papira. Riječ je o zasebnim, pravno odvojenim oblicima imovine, neovisno o tome što koristovno vlasništvo svoju ekonomsku vrijednost crpi iz pravnog vlasništva.[354] Zanemari li se rizik intermedijera, pravna razlika između pravnog i koristovnog vlasništva vrijednosnih papira ne dolazi do izražaja iz ekonomske perspektive.[355] Poput vlasnika neposredno držanih vrijednosnih papira, nositelji prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira snose sve rizike i uživaju sve pogodnosti pravnog vlasništva vrijednosnih papira. Način knjigovodstvenog evidentiranja i izračuna regulatornih kapitalnih zahtjeva odražava ekonomsku perspektivu. Osim što se u bilanci iskazuju vrijednosni papiri, a ne prava glede njih, kapitalni zahtjevi računaju se isključivo prema kreditnoj sposobnosti izdavatelja vrijednosnih papira, a ne i intermedijera.

3.2 Njemačko i austrijsko pravo

Ulagatelje koji vrijednosne papire drže na zbirnoj pohrani i njemačko i austrijsko pravo pozicionira ili kao suvlasnike vrijednosnih papira okupljenih u zbirni portfelj odnosno zbirne isprave ili kao vjerovnike tražbine prema svojoj banci na isporuku odnosno predaju vrijednosnih papira te njihovih plodova i koristi. Pravni položaj ovisi ponajprije o lokaciji vrijednosnih papira. Kad je riječ o pohrani u Njemačkoj odnosno Austriji, ulagatelji su imatelji udjela u zbirnom portfelju (njem. *Sammelbestandanteilen*) koji odgovaraju njihovim suvlasničkim dijelovima (njem. *Miteigentumsbruchteilen*), odnosno suvlasnici zbirne isprave.[356] Nebitno je pritom drži li vrijednosne papire skrbnik ili podskrbnik te, u potonjem

[353] Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5., 7., 10., 35. Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 6. - 7., 24. Potencijal za eroziju prava je tim veći što je skrbnički lanac dulji.

[354] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.105; Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 2., 10. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 164. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-12; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 47., 116.

[355] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.01, 1.107; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.67

[356] Za njemačko pravo v. Than, Jürgen, u: Guynn, Randall D. *et al.*, *op.cit*. (bilj. 10), str. 74., 76. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 1; LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.66; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.37; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 40; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.57; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 220; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 17., 60. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 473. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 251. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 13. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 980. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit.* (bilj. 2), Rd. 4/27, 4/33; Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 5; Micheler, Eva, Entwicklung, *op.cit*. (bilj. 76), str. 378. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 57. *cf*.

slučaju, radi li se o središnjem depozitoriju. Nebitno je također jesu li o vrijednosnim papirima izdane pojedinačne isprave ili zbirna isprava (čl. 9a st. 2. dDepotG) te je li riječ o stvarnim ili fingiranim vrijednosnim papirima (odnosno, u potonjem slučaju, o tzv. zbirnim registarskim tražbinama (njem. *Sammelschuldbuchforderungen*) odnosno tzv. saveznim registarskim tražbinama (njem. *Bundesschuldbuchforderungen*) ili o zbirno upisanim elektroničkim vrijednosnim papirima odnosno digitalnim zbirnim ispravama).[357] Kad je riječ o pohrani u inozemstvu, ulagatelji zauzimaju isti takav ili drugi jednako vrijedan položaj samo ako su vrijednosni papiri kod stranog središnjeg depozitorija koji je s njemačkim odnosno austrijskim središnjim depozitorijem povezan tako da svaki od njih ima račun kod onog drugog.[358] Ako su kod nekog drugog stranog skrbnika (uključujući strani središnji depozitorij s kojim ne postoji takva veza), ulagatelji su vjerovnici tražbine prema svojoj (*i.e.* njemačkoj odnosno austrijskoj) banci.[359]

I u njemačkom i u austrijskom pravu udjel u tuzemnom zbirnom portfelju ulagatelj može steći tako da skrbnik deponirane vrijednosne papire uzme na zbirnu pohranu (čl. 6. st. 1. r. 1. dDepotG; čl. 5. st. 1. r. 1. öDepotG). Njemačka i austrijska doktrina razlikuju se u prosudbi je li riječ o originarnom ili derivativnom stjecanju. Na zaključak da je stjecanje originarno *Rögnera* navodi to što ulagatelj ostaje bez samostalnog vlasništva deponiranih vrijednosnih

Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 261. koja ulagatelja smatra nositeljem apsolutnog prava na pravu svog skrbnika.

[357] Zahvaljujući izričitom protezanju odgovarajuće primjene odredaba o zbirnoj pohrani iz čl. 5. dDepotG i odredaba čl. 6. – 9. dDepotG, za zbirnu pohranu zbirnih isprava načelno vrijedi isto ono što i za zbirnu pohranu pojedinačnih isprava, a zbirne isprave mogu biti u podlozi žiro prometa vrijednosnih papira. Ulagatelji se u oba slučaja trebaju domoći statusa suvlasnika i suposjednika, u jednom slučaju zbirnog portfelja, a u drugom slučaju zbirne isprave. O tome v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 23, 34; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 163. Za slučaj kad je riječ o tzv. zbirnim registarskim tražbinama (njem. *Sammelschuldbuchforderungen*) v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.79, 18.81; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 34. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 60. Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 280. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 298. *et seq.* Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 99. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 146. Za slučaj kad je riječ o tzv. saveznim registarskim tražbinama (njem. *Bundesschuldbuchforderungen*) v. čl. 24. t. c) öDepotG; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 156. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 85. Za slučaj kad je riječ o zbirno upisanim elektroničkim vrijednosnim papirima v. čl. 9. st. 1. eWpG, čl. 9b st. 1. dDepotG; Lieder, Jan, u: Omlor, Sebastian; Möslein, Florian; Grundmann, Stefan (ured.), Elektronische Wertpapiere, 2021, str. 108. Za slučaj kad je riječ o digitalnim zbirnim ispravama v. čl. 1. st. 4. r. 4. i čl. 24. t. e) öDepotG; Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 374. 379. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 93., 110.

[358] O takvoj vezi općenito v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 97., 308. *et seq*. Za popis stranih središnjih depozitorija s kojima je CBF uspostavio takvu vezu v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.64; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 14. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 310.

[359] Za njemačko pravo v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit.* (bilj. 2), Rd. 4/70, 4/72.

papira prije nego što stekne suvlasništvo zbirnog portfelja.[360] Oprečan stav *Iro* temelji na zakonskom tekstu, koji spominje „dotadašnjeg vlasnika" („*bisheriger Eigentümer*").[361]

Uzimanje vrijednosnih papira na zbirnu pohranu posebna je pravna osnova za stjecanje suvlasništva po sili zakona.[362] Nije, stoga, potreban ni valjani ugovor o pohrani ni ovlaštenje deponenta za raspolaganje ni miješanje s ekvivalentnim vrijednosnim papirima na pohrani.[363] Stjecanje suvlasništva zbirnog portfelja i njemačko i austrijsko pravo veže uz skrbnikov primitak deponiranih vrijednosnih papira (čl. 6. st. 1. r. 1. dDepotG; čl. 5. st. 1. r. 1. öDepotG). Irelevantno je, dakle, je li skrbnik primljene vrijednosne papire uopće priključio zbirnom portfelju i, ako je, kad je to učinio. Ono što je jedino relevantno mogućnost je priključenja.[364] Iako oba prava relevantnim smatraju primitak od strane skrbnika, veći broj uključenih skrbnika otvara prostor za različita shvaćanja oko toga o kojem konkretno skrbniku je riječ. Za razliku od njemačkog prava, koje – prihvati li se shvaćanje većeg dijela doktrine - stjecanje suvlasništva odgađa sve dok vrijednosne papire ne primi podskrbnik odnosno središnji depozitorij, austrijsko pravo veže ga uz primitak vrijednosnih papira od strane deponentovog neposrednog skrbnika.[365] U njemačkom pravu primitak vrijednosnih papira od strane međuskrbnika, koji ih

---

[360] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 2; Da je stjecanje originarno smatraju i *Gößmann* i *Klanten* (Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 80, 81, 92) te *Kühn* (Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 36.).

[361] Iro, Gert, *op.cit.* (bilj. 2), Rd. 4/36; Isti zakonski izričaj *Rögneru* služi kao uporište za tezu da ulagatelj prvo ostaje bez vlasništva vrijednosnih papira da bi se tek potom domogao suvlasništva zbirnog portfelja, v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 2.

[362] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 2; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 123. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 29. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit.* (bilj. 2), Rd. 4/36; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-14.

[363] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70, § 6 Rd. 2; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 24. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 159. – 160. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 37. Stupanjem na snagu odredbe čl. 6. st. 1. r. 1. dDepotG otpale su „teorija miješanja" (njem. *Vermischungstheorie*) i „teorija ugovora" (njem. *Vertragstheorie*), kojima je njemačka doktrina dotad objašnjavala nastanak suvlasništva. Suvlasništvo ne nastaje ni miješanjem sukladno odredbi čl. 948. BGB ni ugovornom pogodbom sa skrbnikom kojom dotadašnji vlasnik pristaje samostalno vlasništvo pojedinačnih vrijednosnih papira zamijeniti za suvlasništvo zbirnog portfelja, već *ex lege* činom skrbnikovog uzimanja vrijednosnih papira na zbirnu pohranu. O razlici spram stjecanja suvlasništva miješanjem v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 80. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/36; Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 57.

[364] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 3; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 80, 91; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 179. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 24. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 37. Zakon propisuje trenutak nastanka suvlasništva u interesu pravne sigurnosti. Proglasivši pravno relevantnim čin primitka, zakon štiti dotadašnjeg vlasnika pojedinačnih vrijednosnih papira pravni položaj kojeg ne ovisi o tome je li i, ako je, kad je zbirni skrbnik učinio primljene vrijednosne papire sastavnim dijelom zbirnog portfelja. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/36; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 174. Relevantno je stjecanje stvarne mogućnosti raspolaganja vrijednosnim papirima u svrhu zbirne pohrane.

[365] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 5; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 96; Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 9; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 25. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 37. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/37.

je obvezan što je moguće ranije proslijediti podskrbniku (*e.g.* središnjem depozitoriju), samostalnog vlasnika ne pretvara u suvlasnika.[366] Što je veći broj karika skrbničkog lanca dulja je odgoda do stjecanja suvlasništva kod polaganja vrijednosnih papira na pohranu odnosno samostalnog vlasništva kod povlačenja vrijednosnih papira s pohrane. Austrijsko pravo ne odgađa stjecanje suvlasništva jer vrijednosni papiri postaju sastavni dio žiro zbirnog portfelja čim ih primi deponentov neposredni skrbnik.[367]

U njemačkom pravu skrbnikovo uzimanje vrijednosnih papira na zbirnu pohranu nije jedini način na koji ulagatelj može steći udjel u tuzemnom zbirnom portfelju. Zakonom predviđena alternativa skrbnikov je prijenos vlastitog udjela u zbirnom portfelju ekvivalentnih vrijednosnih papira. Skrbnika njemačko pravo ovlašćuje da deponirane vrijednosne papire – umjesto uzimanja na zbirnu pohranu – prisvoji pod uvjetom da ulagatelju istovremeno prenese svoj udjel u zbirnom portfelju odgovarajućih vrijednosnih papira (čl. 5. st. 2. dDepotG).[368] Ulagatelju skrbnik može prenijeti isključivo neopterećeni udjel u zbirnom portfelju ekvivalentnih vrijednosnih papira kojim je ovlašten raspolagati, bilo kao suvlasnik ili na temelju pravnog posla.[369] Samostalno vlasništvo deponiranih vrijednosnih papira prelazi na skrbnika *ipso iure* u trenutku prijenosa udjela u zbirnom portfelju.[370] Udjel u zbirnom portfelju stječe (bivši) vlasnik deponiranih vrijednosnih papira neovisno je li ih osobno položio na depozit i, ako nije, je li ih deponent položio za njega. Unatoč tome što zakonski tekst navodi na oprečni zaključak, deponent može postati suvlasnik zbirnog portfelja samo ako je ujedno i vlasnik deponiranih vrijednosnih papira.[371] U austrijskom pravu uzimanje vrijednosnih papira na zbirnu pohranu nema alternativu. Razlog tome raniji je nastanak suvlasništva nego je to slučaj u

[366] Iznimno, o ranijem stjecanju suvlasništva može biti govora ako na putu prema središnjem depozitoriju vrijednosni papiri prolaze kroz tzv. „predžirodepozit" (njem. *Vorgirodepot*) međuskrbnika. Takvo suvlasništvo ima drugačiju pravnu osnovu. Umjesto uzimanjem vrijednosnih papira na zbirnu pohranu (čl. 6. st. 1. r. 1. dDepotG), ono nastaje – po vladajućem shvaćanju - miješanjem (čl. 948. BGB). „Predžirodepozit" je – kao i „postžirodepozit" (njem. *Nachgirodepot*) - ručni (njem. *Handbestand*) odnosno kućni (njem. *Hausbestand*) portfelj međuskrbnika. Svrha im je olakšati i ubrzati unutardnevnu manipulaciju vrijednosnim papirima omogućujući međuskrbnicima da one koje je jedan deponent položio na pohranu – umjesto prosljeđivanja u središnji depozitorij – isporuče drugom deponentu koji je zatražio povlačenje ekvivalentnih vrijednosnih papira s pohrane. O tome u njemačkom pravu v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 59 – 61; § 6 Rd. 5; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 25. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/34, 4/42. U austrijskom pravu suvlasništvo vrijednosnih papira u „predžirodepozitu" ne nastaje miješanjem već međuskrbnikovim uzimanjem na zbirnu pohranu (čl. 5. st. 1. r. 1. öDepotG).

[367] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 248. – 250.

[368] O prijepornima vezanim uz način skrbnikovog stjecanja samostalnog vlasništva položenih vrijednosnih papira v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 62; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 26. – 27.

[369] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 54

[370] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 55; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 27. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 248.

[371] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 56; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 27., 30. Takvo tumačenje odredbe čl. 5. st. 2. dDepotG, po kojoj *expressis verbis* suvlasništvo stječe deponent, nameće potreba za usklađenošću s odredbom čl. 6. st. 1. dDepotG, po kojoj dotadašnji vlasnik postaje suvlasnik.

njemačkom pravu (*i.e.* čim ih primi neposredni skrbnik ulagatelja, a ne tek kad ih primi središnji depozitorij), odnosno različiti status tzv. ručnog portfelja (njem. *Handbestand*), koji je - drugačije nego po njemačkom pravu – sastavni dio žiro zbirnog portfelja.[372] Uz nemogućnost prijenosa skrbnikovog udjela u zbirnom portfelju *Iro* veže i prednosti i nedostatke. Iako bi takva mogućnost u nekim slučajevima rezultirala nižim troškovima (*e.g.* ako istovremeno neki drugi deponent zatraži isporuku vrijednosnih papira iste vrste) prate je nedoumice oko prava skrbnika na vrijednosnim papirima do prijenosa udjela u zbirnom portfelju i oko, za zaštitu ulagatelja nužne, poveznice između gubitka vlasništva i stjecanja suvlasništva.[373]

Polaganje na pohranu unutar granica Njemačke odnosno Austrije i držanje pohranjenih vrijednosnih papira zajedno s ekvivalentnim vrijednosnim papirima koje su položile treće osobe bitno ne mijenja pravni položaj ulagatelja. Oni zadržavaju stvarno pravo na položenim vrijednosnim papirima, samo što to više nije samostalno pravo vlasništva upravo tih vrijednosnih papira koje su položili na pohranu, nego suvlasništvo svih ekvivalentnih vrijednosnih papira koji čine zbirni portfelj.[374] Ulagatelj nije – kako se to kolokvijalno običava reći - suvlasnik zbirnog portfelja kao cjeline, jer u njemačkom pravu skupna stvar nije podobna biti objekt stvarnog prava, već - kao što to izrijekom proizlazi iz zakonskog teksta - svakog pojedinog vrijednosnog papira od kojeg zbirni portfelj se sastoji.[375] Nije riječ o uobičajenom suvlasništvu prema suvlasničkim dijelovima (njem. *Miteigentum nach Bruchteilen*) iz čl. 1008 *et seq.* BGB već o svojevrsnom suvlasništvu prilagođenom osobitostima zbirne pohrane vrijednosnih papira.[376] Jedna od takvih prilagodbi zakonsko je odmjeravanje suvlasničkog

[372] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 248. – 250.
[373] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/37
[374] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 17, 70; Poseban stvarnopravni položaj deponenta, koji oblikuju odredbe čl. 6. – 9a dDepotG, *Rögner* smatra obilježjem zbirne pohrane. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 1; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.44, 18.57; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 158., 178. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 473. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 39. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 55. – 56., 123. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 36. - 37. O prestanku stvarnopravne veze ulagatelja i upravo onih vrijednosnih papira koje je položio na pohranu v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 147., 149., 178. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 13.
[375] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 124. – 125. Einsele, Wertpapier als Schuldrecht, str. 40. *et seq*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 168. – 169. Udjel u zbirnom portfelju skup je suvlasničkih prava na svim vrijednosnim papirima koje čine zbirni portfelj.
[376] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 4; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 82; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.57 – 18.59; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 220; Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 33. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 124. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 168. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 38. – 39. Suvlasnici zbirnog portfelja vrijednosnih papira formiraju suvlasničku zajednicu *sui generis*. Od suvlasničke zajednice u smislu odredaba čl. 741. *et seq.* BGB i čl. 1008. *et seq.* BGB zajednica u smislu odredbe čl. 6. st. 1. dDepotG razlikuje se u mjeri u kojoj odredbe dDepotG kao *legis specialis* derogiraju opći, građanskopravni režim. Odredbe čl. 6. *et seq.* dDepotG vrijede umjesto odredaba o suvlasništvu u idealnim dijelovima iz čl. 1008. *et seq.* BGB, a odredbe čl. 741. *et seq.* BGB mogu se primijeniti samo u mjeri u kojoj se ne

dijela prema nominalnom iznosu odnosno količini (u slučaju vrijednosnih papira bez nominalnog iznosa) vrijednosnih papira koje skrbnik drži na pohrani za konkretnog suvlasnika (čl. 6. st. 1. r. 2. dDepotG).[377] Dio svakog suvlasnika u pojedinom trenutku određuje odnos količine odnosno nominalnog iznosa vrijednosnih papira koje je on položio na pohranu i ukupne količine odnosno ukupnog nominalnog iznosa vrijednosnih papira koji čine zbirni portfelj u tom trenutku.[378] Riječ je o skrbničkotehnički uvjetovanoj suvlasničkoj zajednici (njem. *eine verwahrungstechnisch bedingte Bruchteilgemeinschaft*) stalno izmjenjivog članstva, koju oblikuje ne toliko međusobni odnos članova koliko odnos svakog pojedinog člana sa skrbnikom.[379] Dio doktrine (*e.g. Kümpel*) svojevrsnost prepoznaje u bitno užim vlasničkim ovlaštenjima suvlasnika od uobičajenih, koja se svode na sprečavanje tuđeg zahvata u stečaju i ovrsi.[380] Suvlasništvo svakog pojedinog vrijednosnog papira ne znači da svakom suvlasniku pripada idealni dio prava iz svakog takvog vrijednosnog papira, zbog čega bi ih suvlasnici mogli ostvarivati samo zajednički. Usprkos suvlasništvu, svakom ulagatelju njemačko pravo priznaje nepodijeljeno pravo iz vrijednosnog papira.[381]

Polaganje vrijednosnih papira na tuzemnu zbirnu pohranu donekle mijenja i faktički položaj ulagatelja. Iako ulagatelji – po mišljenju većeg dijela austrijske i njemačke doktrine - zadržavaju (samostalni) posjed vrijednosnih papira koje su položili na pohranu, on više nije neposredan već je posredan.[382] Budući da se odnosi na zbirni portfelj, nije više riječ o posjedu već o suposjedu.[383] Kod podskrbništva, suvlasnici zbirnog portfelja (odnosno zbirne isprave)

protive pravnom okviru koji je propisan odredbama čl. 5. - 9a dDepotG. Ni u njemačkom ni u austrijskom pravu (Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/35; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-13) ne primjenjuju se odredbe o upravljanju sa stvari.

[377] Propisujući način izračuna suvlasničkog dijela odredba čl. 6. st. 1. dDepotG prekraja opći režim suvlasništva iz čl. 741. *et seq.* BGB, koji - sukladno odredbi čl. 742. BGB - pretpostavlja jednakost suvlasničkih dijelova.

[378] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 83; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 178. O promjenama veličine suvlasničkog dijela uzrokovanim promjenom veličine zbirnog portfelja uslijed polaganja tuđih vrijednosnih papira na pohranu ili povlačenja takvih vrijednosnih papira s pohrane v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.57.

[379] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 40; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 82; Odnos među članovima svodi se na stvarnopravnu zajednicu vlasništva.

[380] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 156

[381] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 218. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 156.

[382] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.201; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 26; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 78; Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 1, 62, 90; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 18. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 474. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 38. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 166. Neposredan posjed ima (pod)skrbnik, *i.e.* kad je riječ o žiro zbirnom portfelju CBF.

[383] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 26; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 78; Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 1; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 158. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 125. Kad je riječ o zbirnoj ispravi, u njemačkoj literaturi deponenta se smatra posjednikom idealnog dijela zbirne isprave (njem. *ein ideeller Bruchteil an der Globalurkunde*) tako da svaki od suposjednika ima „netjelesni" (njem. *vergeistigten*) posredni posjed idealnog dijela, v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 25. Tu tezu zastupaju i *Scherer* i *Martin*, v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 29. Po

samostalni su posredni suposjednici drugog stupnja (njem. *mittelbare Mitbesitzer im Eigenbesitz zweiter Stufe*) u smislu odredaba čl. 866., 868. i 871. BGB, dok je međuskrbnik koji za samostalne posjednike ostvaruje taj suposjed, nesamostalni posredni suposjednik prvog stupnja (njem. *Fremdbesitzer erster Stufe*).[384] Manji dio njemačke (*Einsele*) i austrijske (*Micheler*) doktrine ulagateljima osporava (višestruko) stupnjevani posredni suposjed (njem. *der gestufte mittelbare Mitbesitz*) zbirnog portfelja (odnosno zbirne isprave).[385] Razlog tome izostanak je (odgovarajućeg) zahtjeva posrednog posjednika prema posredujućem posjedniku za predaju stvari koju posjeduje za njega, koji njemačko pravo smatra neizostavnim elementom posredujućeg odnosa.[386] Po mišljenju *Einsele*, tražbine odnosno zahtjevi deponenta (čl. 7. st. 1. dDepotG) i suvlasnika odnosno nositelja stvarnog prava (čl. 8. dDepotG) ne rezultiraju uspostavom faktičke vlasti na zbirnom portfelju jer se ne odnose na pojedinačno određenu stvar već na određenu količinu generičkih stvari, koje u trenutku podnošenja takvog zahtjeva nužno još ne postoje (*e.g.* kod tehničke zbrine isprave).[387] Za razliku od prava, koje se proteže na sve vrijednosne papire u portfelju, zahtjev se u pravilu odnosi samo na neke od tih vrijednosnih papira, i to na one koje odabere skrbnik.[388] Po mišljenju *Einsele*, takav zahtjev ne predstavlja posjedovnopravni korelat suvlasničkih dijelova.[389] Osim toga, zahtjev za razvrgnuće suvlasničke zajednice – koji je u podlozi zahtjeva iz čl. 8. dDepotG – suvlasnicima ne

njihovom mišljenju, deponenti imaju suposjed u smislu čl. 866. BGB u obliku „netjelesnog" posrednog posjeda u idealnim dijelovima, v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 29, 34. Za tezu da njemačko pravo ne poznaje posjed idealnog dijela (njem. *Bruchteilsbesitz*) v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 81. *et seq*.

[384] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 2; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 63; Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 3; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 26; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.52; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 223; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 18. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 252. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 474. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 125. – 126. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 30. – 31., 66. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.37; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 171. – 172. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 32., 39., 42. – 43. Podrazumijeva se da produljenje skrbničkog lanca povećava stupanj. U tom slučaju govori se o posjedovnim ljestvama (njem. *Besitzleiter*) ili posjedovnoj piramidi (njem. *Besitzpyramide*).

[385] Za njemačko pravo v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 85; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 6; Noack, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 9. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 126., 132. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 88., 159. Einsele, Dorothee, u: Omlor, Sebastian; Möslein, Florian; Grundmann, Stefan (ured.), Elektronische Wertpapiere, 2021, str. 47. Za austrijsko pravo v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 261.

[386] Bassenge, Peter, u: Palandt Bürgerliches Gesetzbuch (62. Auflage), München, 2003, § 868 Rd. 10; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 27; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 181. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 66. – 67. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 47. O takvom zahtjevu kao uvjetu posrednog posjeda v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 172. – 173. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 41., 51.

[387] O takvom stajalištu *Einsele* v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 80. *et seq.*; Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 47. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 31; Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 87; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 78; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 223; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 175., 188. Kad je o vrijednosnim papirima izdana tzv. tehnička globalna isprava, pojedinačne isprave izdavatelj može izraditi tek nakon podnošenja zahtjeva za isporuku.

[388] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 86. – 87.

[389] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 85., 88., 157.

omogućuje faktičku vlast nad objektom suvlasništva. Slično promišlja i *Wust*.[390] Čak ni takav, za neke neodgovarajući, zahtjev ne postoji kad su vrijednosni papiri utjelovljeni u trajnu zbirnu ispravu (čl. 9a st. 3. r. 2. dDepotG; čl. 6. st. 2. r. 2. öDepotG).[391] U tom slučaju deponentima posjed uskraćuje i *Canaris*.[392] Usprkos tome, prevladalo je shvaćanje da je tražbina odnosno zahtjev za isporuku iz čl. 7. st. 1. i čl. 8. dDepotG depozitnopravna prilagodba posjedovne strane suvlasničkog dijela zbirnog portfelja.[393] Po mišljenju *Segne*, načelo stvarnog prava, po kojem je uvjet za posredni posjed postojanje zahtjeva posrednog posjednika za isporuku određene stvari, kod zbirne pohrane nije potpuno napušteno već je izmijenjeno odredbom čl. 7. st. 1. dDepotG.[394] Kod trajnih zbirnih isprava, funkcionalni ekvivalent zahtjeva za isporuku ugovorno je pravo imatelja računa raspolagati deponiranom imovinom dajući svom skrbniku naloge za preknjižbu.[395] Veći dio doktrine smatra da ni svojevrsnost tog zahtjeva, koji ne odgovara klasičnom zahtjevu za predaju, ni izostanak tog zahtjeva u slučaju trajne zbirne isprave nije razlog zbog kojeg bi deponentu trebalo uskratiti posredni posjed zbirnog portfelja.[396] Takvo shvaćanje podržala je i njemačka judikatura (BGH WM 2005, 272).[397] Dio austrijske doktrine koji ne problematizira posredni suposjed suvlasnika zbirnog portfelja to čini smatrajući da – za razliku od njemačkog – austrijsko pravo postojanje posrednog suposjeda ne uvjetuje mogućnošću svakog pojedinog suvlasnika zahtijevati predaju dijela stvari koji odgovara njegovom suvlasničkom dijelu.[398]

---

[390] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 136. - 137.

[391] Za uskratu posrednog suposjeda trajne zbirne isprave v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 75. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 186. *et seq*.

[392] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 32; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 7; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 66. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 200.

[393] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79

[394] Po mišljenju *Segne*, zahtjev za isporuku, koji je uvjet za postojanje posrednog posjeda, proizlazi iz čl. 7. st. 1. dDepotG. O tome v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 178., 185., 202. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 50.

[395] O tome v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 255. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 193. *et seq.*, 202., 290., 604. Slično Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 7, koji navodi da kod trajnih zbirnih isprava na mjesto zahtjeva za isporuku stupa zahtjev za promjenom posredujućeg odnosa, ispunjenjem kojeg dolazi do preknjižbe u evidencijama središnjeg depozitorija.

[396] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 88; Za taj stav *Kümpela* v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 32; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 188. Po njegovom mišljenju, za posredni suposjed dovoljan mu je zahtjev za povrat iz čl. 695. BGB. *Cf.* Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 6., koji smatra da kod trajnih zbirnih isprava takav zahtjev postoji samo što ne pripada svakom deponentu zasebno (kao što je to slučaj kad su o vrijednosnim papirima izdane pojedinačne isprave) već svim deponentima zajedno. Po njegovom mišljenju, takav zahtjev dovoljan je za posredni suposjed. Za taj stav *Mülberta* v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 189.

[397] Odlukom iz 2005. godine njemački *Bundesgerichtshof* zauzeo je stav da je posredni posjed moguć i kod trajne zbirne isprave te da ga se stječe pripisom. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 181. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 255.

[398] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/118; *Contra* Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 171. – 172., 179., koja ulagateljima uskraćuje posjed deponiranih isprava o vrijednosnim papirima. Po njezinom mišljenju, öDepotG razvrgava vezu između ulagateljevog prava i isprave.

Ni u njemačkom ni u austrijskom pravu primitak vrijednosnih papira na pohranu skrbnicima ne pribavlja nikakva prava na primljenim vrijednosnim papirima, a samim time ni iz tih vrijednosnih papira.[399] Uloga skrbnika tehničkog je karaktera i svodi se na povjereničku skrb o pravima (njem. *treuhänderische Wahrnehmung von Rechten*) iz vrijednosnih papira koje administrira.[400] O tim pravima skrbnici skrbe ostvarujući ih po nalogu i za račun ulagatelja kojima ta prava pripadaju, odnosno omogućujući ulagateljima da svoja prava direktno ostvare od izdavatelja.[401] Bez te mogućnosti ulagatelji ostaju gubitkom neposrednog posjeda vrijednosnih papira na donositelja, odnosno brisanjem iz registra vrijednosnih papira na ime. Dok neposredni posjed vrijednosnih papira na donositelja legitimira nositelja utjelovljenih prava prema izdavatelju, uz upis u registar dionica na ime veže se neoboriva predmnijeva članstva u dioničkom društvu.[402] Iako se – polaganjem vrijednosnih papira na zbirnu pohranu - pravni položaj ulagatelja bitno ne mijenja, promjena faktičkog položaja ostavlja traga na mogućnosti njegove realizacije. Zahtjev prema izdavatelju za ostvarenje prava iz zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, kojim - prihvativši „sustav direktnog ostvarenja" – i njemačko i austrijsko pravo oboružava ulagatelja, je jalov jer svom nositelju koji nije upisan u registar vrijednosnih papira na ime ne omogućuje da se domogne plodova i koristi koji mu pripadaju bez angažmana skrbnika.[403] Netransparentnost njemačkog i austrijskog skrbničkog lanca

[399] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.202, 1.203; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.39; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 163. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 251. – 252. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 33.

[400] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 32, 33. Za austrijsko pravo v. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 149. O ulozi središnjeg depozitorija i ostalih skrbnika kao tzv. ovlaštenih povjerenika (njem. *Ermächtigungstreuhänder*) pri administriranju zbirno pohranjenih vrijednosnih papira u njemačkom i austrijskom pravu v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 261. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 188. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 152. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 170. – 171. Iako nije nositelj prava, skrbnik ih je ovlašten ostvarivati od izdavatelja. O toj ulozi u kontekstu zbirno upisanih elektroničkih vrijednosnih papira v. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 38. Habersack, Mathias, u: Omlor, Sebastian; Möslein, Florian; Grundmann, Stefan (ured.), Elektronische Wertpapiere, 2021, str. 98. Lieder, Jan, *op.cit*. (bilj. 357), str. 109. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 159.

[401] Takva alternativa izrijekom proizlazi iz austrijskog burzovnog prava. Sukladno odredbi čl. 181 st. 1. öBorseG, intermedijeri su dioničarima obvezni olakšati ostvarivanje prava iz dionica kojima se trguje na uređenom tržištu, uključujući pravo na sudjelovanje i glasovanje na glavnoj skupštini, na barem jedan od dva sljedeća načina: 1. poduzimajući potrebne radnje da dioničar ili treća osoba koju on odredi može ostvarivati ta prava; 2. ostvarujući ta prava za račun dioničara temeljem njegovog izričitog odobrenja i sukladno njegovim uputama.

[402] Isprava o vrijednosnom papiru ima, *inter alia*, legitimacijsku funkciju. Izgubivši neposredni posjed isprave, ulagatelj je ostao bez mogućnosti legitimirati se prema izdavatelju kao nositelj prava. O legitimacijskoj funkciji vrijednosnih papira na donositelja v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 32; Heider, Karsten, *op.cit*. (bilj. 13), § 10 Rd. 39; Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 607. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 42. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 14. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 32. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 45. – 46., 149. Habersack, Mathias, *op.cit*. (bilj. 400), str. 94. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 19. O neoborivoj presumpciji članstva u društvu v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 26 *et seq*. Bayer, Walter, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 1, 51a; Heider, Karsten, *op.cit*. (bilj. 13), § 10 Rd. 32. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 170. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 154.

[403] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.199; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.36; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 163. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 111. Prava iz dionica na ime od dioničkog društva može ostvariti

izdavatelju zaklanja identitet osobe prema kome ima obveze iz vrijednosnih papira.[404] Da bi ostvario zahtjev u svoje ime, ulagatelju treba potvrda (njem. *Depotbestätigung*; *Verwahrbestätigung*; *Bankbestätigung*; *Depotbescheinigung*) njegovog skrbnika koji taj vrijednosni papir posjeduje odnosno koji je upisan u registar vrijednosnih papira na ime.[405] Skrbnika i njemačko i austrijsko pravo obvezuje izdati takvu potvrdu na zahtjev dioničara s dionicama koje daju pravo glasa i uvrštene su na uređeno tržište (čl. 67c st. 3. dAktG; čl. 181 st. 1. t. 1. öBörseG).[406] Alternativno, skrbnik može ostvariti takav zahtjev za ulagatelja, bilo kao njegov opunomoćenik ili kao ovlašteni tzv. „legitimacijski dioničar"[407] koji je upisan u registar dionica na ime.[408] U tom slučaju, skrbnik - kao u „sustavu indirektnog ostvarenja" - prima dividendu i kamatu koje isplati izdavatelj i prosljeđuje ih direktno ulagatelju ili niz skrbnički lanac prema ulagatelju. Budući da i u njemačkom i u austrijskom pravu vrijedi načelo „neprobojnosti", zahtjev za ostvarenjem prava ulagatelj načelno ne može usmjeriti prema

isključivo osoba koja je upisana u registar dionica, čak i onda kad joj dionice materijalnopravno ne pripadaju. O tome v. Bayer, Walter, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 48, 52, 57. O legitimaciji središnjeg depozitorija primiti ispunjenje od izdavatelja po austrijskom pravu v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 264.

[404] Za netransparentnost sustava u njemačkom pravu v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 64. Iznimka postoji kod dionica na ime i dionica (kako na ime tako i na donositelja) s pravom glasa koje su uvrštene na uređeno tržište. Kad je riječ o dionicama na ime, njemačko pravo obvezuje ne samo dioničara (čl. 67. st. 1. r. 2. dAktG) već i skrbnika (čl. 67. st. 4. dAktG) da društvu dostavi podatke o dioničaru i njegovoj imovini, koji se upisuju u registar dionica. O takvoj obvezi ulagatelja v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 11 - 13. O takvoj obvezi skrbnika v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 51 *et seq.* Bayer, Walter, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 117 *et seq*. Kad je riječ dionicama s pravom glasa kojima se trguje na uređeno tržište, i njemačko (čl. 67d dAktG) i austrijsko (čl. 179. öBörseG) pravo obvezuje skrbnika da društvu na njegov zahtjev dostavi podatke o identitetu dioničara. Ta skrbnikova obveza rezultat je usklađivanja s europskom pravnom stečevinom (čl. 1. st. 3. SRD II). Skrbnik ju je obvezan ispuniti čak i ako se dioničar usprotivi njezinom ispunjenju. O toj obvezi skrbnika u njemačkom pravu v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67d Rd. 1 *et seq.*; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 1 *et seq.*; u austrijskom pravu (Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 130 *et seq.*). O (ne)poznavanju identiteta dioničara od strane dioničkog društva u njemačkom pravu v. još i Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 1 *et seq*.

[405] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 19; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 72; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 219. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.202; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.38; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 185. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 33. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 42. - 43. Lieder, Jan, *op.cit*. (bilj. 357), str. 131. – 132. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 163. Za njemačko pravo dioničkih društava v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 10 Rd. 1; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67c Rd. 21, 23; Noack, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 7., 12. – 13. Za austrijsko pravo dioničkih društava v. čl. 10a öAktG. Arit, Marie-Agnes, *op.cit*. (bilj. 91), § 10 Rd. 80; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 100 – 102, 148, 188. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 149. *et seq*.

[406] Za njemačko pravo v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67c Rd. 6 – 8; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67c Rd. 20. Za austrijsko pravo v. Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 188.

[407] O skrbnicima kao legitimacijskim dioničarima u njemačkom pravu v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 11, 15, § 135 Rd. 6, 43 – 44; Bayer, Walter, *op.cit*. (bilj. 7), § 67 Rd. 24; Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 26. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 169.

[408] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.203; Za njemačko pravo v. Arnold, Michael, u: Goette *et al.*, Münchener Kommentar, § 135 Rd. 49, 190, 193; Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 4, 6, 43 - 45. Za austrijsko pravo v. Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 190.

podskrbniku. Iznimno, takva mogućnost postoji u slučaju skrbnikovog stečaja, povrede skrbnikove obveze ili skrbnikovog kršenja ulagateljevog stvarnog prava.[409]

Kod vrijednosnih papira na zbirnoj pohrani u inozemstvu, pravni položaj ulagatelja razlikuje se ovisno o tome je li riječ o prekograničnoj žiro zbirnoj pohrani koja se temelji na uzajamnom otvaranju računa od strane domaćeg i stranog središnjeg depozitorija u smislu odredbe čl. 5. st. 4. dDepotG ili o tzv. povjereničkoj pohrani u smislu odredbe t. 12(3) SW.

Kad je riječ o prekograničnoj žiro zbirnoj pohrani, ulagatelj je suvlasnik ili nositelj jednako vrijednog prava glede zbirnog portfelja vrijednosnih papira stranog središnjeg depozitorija.[410] U korist ulagateljevog računa vrijednosnih papira njegov neposredni skrbnik provodi „žiro zbirni pripis" (njem. *Girosammelgutschrift*) odnosno „GS-pripis" (njem. GS-*Gutschrift*).[411] Jednaka vrijednost ulagateljevog prava zakonski je uvjet za uspostavu prekogranične žiro zbirne pohrane. Njemačkom središnjem depozitoriju nije dopušteno povjeriti vrijednosne papire na zbirnu pohranu stranom skrbniku kod kojeg ima računa otvoren radi provedbe prekograničnog žiro prometa vrijednosnih papira, ako deponent na zbirnom portfelju stranog skrbnika ne stječe pravo koje je jednako vrijedno onome koje stječe po dDepotG (čl. 5. st. 4. r. 1. t. 2. dDepotG).[412] Na pitanje što je potrebno da strano pravo ima jednaku vrijednost njemačkom pravna književnost ne nudi jednoznačan odgovor. Strano pravo vrijedi zasigurno manje ako zbirni portfelj ne sklanja izvan dohvata vjerovnika stranog središnjeg depozitorija (bilo u okviru ovrhe ili stečaja) ili ako stranom središnjem depozitoriju dopušta stjecanje založnog prava i prava zadržanja radi osiguranja tražbina prema njemačkom središnjem depozitoriju koje ne potječu iz skrbništva.[413] Manja vrijednost može proizlaziti i iz nezaštićenosti poštenih stjecatelja. U pravnoj književnosti najviše polemike izazvalo je pitanje utjecaja naravi prava na njegovu vrijednost. Prijeporno je treba li – da bi bilo jednako vrijedno

[409] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.238 - 1.239; *Law Commission* navodi da austrijsko pravo uz kršenje stvarnog prava ulagatelja veže mogućnost ostvarivanja tog prava *erga omnes* te da njemačko pravo omogućuje preusmjeravanje ulagateljevog zahtjeva za isporuku vrijednosnih papira (čl. 7. i 8. dDepotG) sa skrbnika na podskrbnika u slučaju da takav svoj zahtjev skrbnik uskrati prisilno ostvariti. O tome v. i Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-037.

[410] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 9; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 43; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 183.

[411] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 92

[412] Za dopuštenost prekogranične žiro zbirne pohrane sukladno odredbi čl. 5. st. 4. dDepotG ne zahtijeva se podudarnost stranog mjerodavnog prava njemačkom. Dovoljno je da oba prava uz pitanja koja su relevantna za pravni položaj deponenta vežu „jednako vrijedne" učinke. O tome v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 11; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 313. Pravo koje za ulagatelja proizlazi iz stranog mjerodavnog prava treba biti „funkcionalno jednako vrijedno" onome koje bi imao po njemačkom pravu. O tome v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 43; Wust, Bernd, *op.cit.* (bilj. 7), str. 241.

[413] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 155, 170 – 171; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 20. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 214. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 313.

kao njemačko – strano pravo biti stvarnopravne naravi s neposrednim učinkom na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima ili je dovoljno da bude obveznopravne naravi s učinkom prema stranom središnjem depozitoriju pod uvjetom da je otporno na njegov stečaj i ovrhu protiv njega.[414] Po mišljenju *Wusta*, posve je nejasno kako njemački ulagatelj GS-pripisom na njegov račun vrijednosnih papira kod njemačkog skrbnika može steći neposredno stvarno pravo na zbirnom portfelju američkih vrijednosnih papira kod DTC-a, kad takvo pravo ne može steći ni CBF pripisom na njegov račun vrijednosnih papira kod DTC-a.[415]

Kad je riječ o tzv. povjereničkoj pohrani, ulagatelj je svojevrsni vjerovnik svoje banke s tražbinom na isporuku (njem. *schuldrechtlicher Anspruch auf Ausfolgung*) odnosno predaju (njem. *Herausgabeanspruch*) iz ugovora o nalogu u smislu čl. 667. BGB odnosno čl. 1009. ABGB.[416] Od banke ulagatelj potražuje vlasništvo vrijednosnih papira te plodove i koristi koje daju prava iz tih vrijednosnih papira (*e.g.* kamate, dividende, pravo glasa).[417] Obveza banke spram više ulagatelja, koji potražuju vrijednosne papire iz istog zbirnog portfelja, spada među djeljive, što ulagatelje svrstava među obične (*i.e.* ne solidarne) vjerovnike (njem. *schlichte Teilglaübiger*) (čl. 420. BGB).[418] Tražbina svakog ulagatelja srazmjerna je udjelu vrijednosnih papira koje banka drži u inozemstvu za tog ulagatelja u ukupnosti ekvivalentnih vrijednosnih papira koje banka u inozemstvu drži za sve ulagatelje (t. 67. ABB).[419] Ulagatelja njemačka pravna književnosti prikazuje kao imatelja vrijednosnih papira u ekonomskom smislu, odnosno

---

[414] Za tu raspravu v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 156 – 157; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 43; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 20. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 215. *et seq*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 314.

[415] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 215. – 217. O tome v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 314. - 315., 320.

[416] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 35. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 8; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 140; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.95; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 172. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 189. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 42., 328. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 100. Vrsta tražbine ulagatelja prema banci („Auslieferungsanspruch“) izrijekom proizlazi iz odredbe t. 12(4) r. 1. SW. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/70, 4/76, 4/80; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-11. Iz povjereničke pogodbe (njem. *Treuhandabrede*) doktrina izvodi obvezu banke da, u mjeri u kojoj je to moguće, isporuči deponentu vrijednosne papire u naravi čim protekne vrijeme na koje je ugovorena pohrana u inozemstvu. Smetnja za prijenos bančinih prava na imovini koja čini pokriće je to što fizičke osobe u većini slučajeva ne mogu direktno sudjelovati u inozemnom sustavu za pohranu.

[417] O sadržaju tražbine, koji ovisi o okolnostima slučaja (ponajprije vrsti vrijednosnih papira i obličju stranog sustava za pohranu), podrobnije v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 333. Ulagatelj može potraživati isporuku vrijednosnih papira od njemačke banke odnosno središnjeg depozitorija samo ako potonji može potraživati njihovu isporuku od strane banke odnosno središnjeg depozitorija.

[418] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.95; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 172. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 198. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 334.

[419] O razlici između austrijskog i njemačkog prava po pitanju načina izračuna tražbine pojedinog ulagatelja v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/77. Za razliku od njemačkog prava (t. 12 SW), u austrijskom pravu svi takvi vrijednosni papiri čine jedinstveni portfelj neovisno o mjestu u inozemstvu gdje ih banka drži. Zbog toga način na koji austrijska banka drži strane vrijednosne papire (*i.e.* samo kod jednog stranog skrbnika ili kod više njih u jednoj ili više različitih država) ne igra nikakvu ulogu kod izračuna tražbine pojedinog ulagatelja. Za vezanost pojedinog portfelja uz mjesto gdje se nalazi u njemačkom pravu v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 150, 152.

njihovog ekonomskog vlasnika.[420] U korist ulagateljevog računa vrijednosnih papira banka u svojim evidencijama provodi „vrijednosnopapirsko knjiženje“ (njem. *Gutschrift in Wertpapierrechnung*) odnosno „WR-pripis“ (njem. *WR-Gutschrift*).[421] WR-pripis njemačko pravo ne izjednačuje s vrijednosnim papirom u smislu odredbe čl. 1. st. 1. dDepotG.[422] U pravnoj književnosti shvaćanja se razlikuju oko toga nastaje li ulagateljeva tražbina prema banci provedbom WR-pripisa ili se tim činom već nastala tražbina samo dokumentira.[423] Razlike u shvaćanjima postoje i oko toga treba li takvom pripisu priznati učinak apstraktnog obvezivanja (njem. *Schuldversprechen*) u smislu čl. 780. i 781. BGB-a, kad njegovom provedbom banka ispunjava ugovor o kupoprodaji vrijednosnih papira, koji su nabavljeni u inozemstvu i tamo ostavljeni na pohrani.[424] Ni među onima koji inzistiraju na provedbi WR-pripisa kao uvjetu nastanka tražbine ne postoji suglasje oko toga je li pripis samo potreban ili je i dovoljan. U pravnoj književnosti prevladava shvaćanje po kojem je za nastanak tražbine – povrh provedbe WR-pripisa - nužno postojanje odgovarajućeg pokrića.[425] Osim što je dužnik takve tražbine, banka je i fiducijarni povjerenik (njem. *fiduziarische Treuhänder*) ulagatelja.[426] Status povjerenika osnažuje („opredmećuje“) tražbinu čineći je otpornom na stečaj banke i ovrhu protiv banke.[427] Njemačka odnosno austrijska banka koja je u odnosu sa stranim skrbnikom (u pravilu, središnjim depozitorijem) stječe pravo koje joj priznaje strano mjerodavno pravo i

[420] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 12; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 480. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 146; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.86; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 190. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 322.

[421] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 42, 145; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.87, 18.126; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24., 60. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-8. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 189. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 42., 322.

[422] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 35; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.17

[423] Za njemačko pravo v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 198. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 328. – 329. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/76. Po mišljenju *Segne*, WR-pripis je nužan za nastanak takve tražbine.

[424] Za njemačko pravo v. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 256. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 412. *et seq*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 329. – 332. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/76. Ako bi WR-pripis imao takav učinak, tražbina ulagatelja prema banci nastala bi neovisno o postojanju pokrića.

[425] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 190. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 331. – 332., 328.

[426] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 12; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 186., 188. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 42., 325. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/72.

[427] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 49; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 4; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 141, 149; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.101; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24., 60. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 172., 183. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 190. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 433. – 434., 436. U slučaju stečaja njemačke banke ulagatelj ima izlučno pravo sukladno čl. 47. InsO, a u slučaju ovrhe protiv njemačke banke ulagatelj ima mogućnost tzv. „prigovora treće osobe“ sukladno članku 771. ZPO. Za otpornost na stečaj i ovrhu zaslužno je – u izostanku neposredne predaje stvari od strane povjeritelja povjereniku – tzv. „očitovanje u tri točke“, kojim se povjerenički odnos publicira. Za nedoumice na tu temu v. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 256. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 192. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 425. *et seq*., 480. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 342., 349.

povjerenički ga drži za svog klijenta.[428] Prilikom stjecanja prava banka je obvezna postupati prema svom najboljem znanju rukovodeći se interesima svog klijenta (t. 12(3) r. 1. SW). Pohrana vrijednosnih papira podliježe pravnim propisima i uzancama primjenjivim u mjestu gdje su vrijednosni papiri pohranjeni te važećim općim uvjetima poslovanja jednog ili više stranih skrbnika (t. 12(2) r. 3. SW; t. 64. ABB). Usprkos zahtjevu da i takvo pravo bude jednako vrijedno onome koji bi banka – da je sama ulagatelj - stekla po njemačkom pravu (t. 12(3) SW), njemačka doktrina ne isključuje njegovu obveznopravnu narav.[429] Obvezno pravo dolazi u obzir samo ako po svojoj sigurnosti i karakteristikama nije znatno slabije od vlasništva te ako zadovoljava gospodarske i pravne interese klijenta.[430] Strano pravo ne stječe ni njemačka odnosno austrijska banka koja nije u odnosu sa stranim skrbnikom ni ulagatelj koji je njezin klijent.[431] Među njima postoji (fiducijarni) povjerenički odnos, koji nastaje u trenutku kad vrijednosni papiri postanu dio stranog portfelja (*i.e.* čak i ako je WR-pripis proveden ranije).[432] Takav odnos postoji i između njemačke odnosno austrijske banke, kojoj je ulagatelj klijent, i druge njemačke odnosno austrijske banke, koja je u odnosu sa stranim skrbnikom (*e.g.* njemačkog odnosno austrijskog središnjeg depozitorija).[433] Njemačke odnosno austrijske banke - kako ona koja je u odnosu sa stranim skrbnikom tako i ona kojoj je ulagatelj klijent - nisu skrbnici već nalogoprimci.[434] Premda između ulagatelja i njemačke banke ne postoji skrbnički

[428] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 12; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 145 - 146; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 186. To što odredba t. 12(3) SW u ulogu (su)vlasnika vrijednosnih papira pohranjenih u inozemstvu stavlja ulagateljevu banku rezultat je pogrešne predodžbe o tome da njemačke banke u pravilu imaju odnos sa stranim skrbnikom. U praksi uobičajeno uključivanje CBF u „skrbnički lanac" omogućuje ispunjenje obveza na isporuku iz *e.g.* burzovnih transakcija sklopljenih između njemačkih tržišnih sudionika u segmentu slobodnog prometa (njem. *Freiverkehr*) putem njemačkog povjereničkog žiro prometa protežući time područje primjene WR-pripisa bitno izvan komisijske kupnje u inozemstvu u smislu odredbe t. 12 SW odnosno odredbe čl. 22. st. 1. r. 1. dDepotG. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/73.

[429] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 49; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 140

[430] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 140

[431] U odnosu sa stranim skrbnikom u pravilu nije ista ona njemačka banka koja je u odnosu s ulagateljem, već njemački središnji depozitorij.

[432] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 141, 146; Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 12. *Löber* spominje odnos u okviru kojeg jedna strana skrbi za poslove druge strane (njem. *Geschäftsbesorgungsverhältnis*) u smislu čl. 675. st. 1. BGB u formi povjereničkog odnosa. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24. *Ege* govori o fiducijarnom povjereničkom odnosu, koji se temelji na ugovoru o skrbi za tuđe poslove (njem. *Geschäftsbesorgungsvertrag*). Tako i Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.88; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 172. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 190. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 480. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/72; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-10.

[433] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.94; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 25. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 201. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 325. Riječ je o dvostupanjskom povjereničkom odnosu.

[434] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 12; O tome v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 327.

odnos zasnovan ugovorom o depozitu, povjereničko držanje vrijednosnih papira na pohrani u inozemstvu njemačko pravo ubraja među bankovne depozitne poslove.[435]

Iako ni njemačko ni austrijsko pravo izrijekom ne uređuje posljedice povlačenja vrijednosnih papira sa zbirne pohrane, u pravnoj književnosti prevladava uvjerenje da time prestaje suvlasništvo zbirnog portfelja i nastaje samostalno vlasništvo isporučenih vrijednosnih papira.[436] Zbirnog skrbnika zakon izrijekom ovlašćuje da ulagatelju koji istupa iz suvlasničke zajednice isporuči vrijednosne papire u količini koja odgovara njegovom udjelu u zbirnom portfelju ne tražeći prethodno suglasnost ostalih suvlasnika (čl. 6. st. 3. r. 1. dDepotG; čl. 6. st. 3. r. 1. öDepotG). Takvo ovlaštenje još je jedan pokazatelj svojevrsnosti suvlasništva prilagođenog osobitostima zbirne pohrane vrijednosnih papira.[437] Uz izdvajanje one količine vrijednosnih papira koja pripada njemu samome, to je jedini slučaj kad i jedina mjera koliko skrbnik smije smanjiti zbirni portfelj (čl. 6. st. 3. r. 2. dDepotG; čl. 6. st. 3. r. 2. öDepotG). Neovlašteno odnosno prekomjerno smanjenje zbirnog portfelja od strane zbirnog skrbnika zabranjuje se i kažnjava. Zakonsko ovlaštenje vrijedi kako za (među)skrbnika tako i za podskrbnika (čl. 6. st. 3. r. 3. dDepotG; čl. 6. st. 4. öDepotG). Vlasnik isporučenih vrijednosnih papira postaje dotadašnji suvlasnik zbirnog portfelja, neovisno o tome tko je primio isporuku odnosno tko je deponent.[438] Vrijednosne papire skrbnik isporučuje onome od koga je primio ekvivalentne vrijednosne papire na pohranu neovisno jesu li mu ti vrijednosni papiri pripadali. Identitet vlasnika isporučenih vrijednosnih papira zakon izrijekom ne određuje ali ga čini u dovoljnoj mjeri odredivim određujući identitet suvlasnika zbirnog portfelja prilikom polaganja na pohranu (čl. 6. st. 1. r. 1. dDepotG; čl. 5. st. 1. r. 1. öDepotG).[439] Kao i kod polaganja vrijednosnih papira na pohranu, promjena pravnog položaja ulagatelja ne nastupa u istom trenutku u njemačkom i austrijskom pravu. Za razliku od njemačkog prava, koje ulagatelja

[435] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 35; *Scherer* smatra da ulagatelji uživaju sličnu zaštitu kao kod tzv. zbirnih certifikata na donositelja (njem. *Inhaber-Sammelzertifikate*). Banka je, primjerice, obvezna obavještavati ulagatelja o sazivanju glavne skupštine, isplati dividende i imenovanju domaćeg platnog i depozitnog agenta.
[436] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 8; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 112; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 128. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/38; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 250.
[437] Prethodna suglasnost ostalih suvlasnika nije potrebna unatoč tome što isporuka vrijednosnih papira predstavlja čin raspolaganja sa stvarima u suvlasništvu, kojima se – sukladno odredbi čl. 747. r. 2. BGB - raspolagati može samo zajednički. O tome v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 1; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 220; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 124., 128. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 39.
[438] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 8; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 112; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 32.
[439] Pozicionirajući dotadašnjeg vlasnika vrijednosnih papira položenih na zbirnu pohranu kao suvlasnika zbirnog portfelja zakon implicira pozicioniranje dotadašnjeg suvlasnika zbirnog portfelja kao vlasnika vrijednosnih papira povučenih s pohrane.

pretvara iz suvlasnika zbirnog portfelja u samostalnog vlasnika vrijednosnih papira čim ih isporuči podskrbnik odnosno središnji depozitorij, austrijsko pravo takvu promjenu odgađa sve do isporuke vrijednosnih papira ulagatelju od strane njegovog neposrednog skrbnika.[440]

Stvarnopravni suvlasnički model (njem. *sachrechtliches Miteigentumsmodell*) duboko je ukorijenjen u njemačkoj i austrijskoj pravnoj misli. Iako mu je veći dio doktrine i dalje privržen, ne treba zanemariti postojanje onih koji – podlegnuvši trendovima na međunarodnoj sceni – zagovaraju prelazak na konkurentski povjerenički model (njem. *Treuhand-Modell*).[441] O prelasku se raspravlja zbog prijeporne podobnosti stvarnog prava poslužiti kao podloga za nesmetanu provedbu domaćeg i prekograničnog žiro prometa vrijednosnih papira. Znakovito je da prilikom recentne kodifikacije zbirno upisanih elektroničkih vrijednosnih papira i digitalnih zbirnih isprava ni njemački ni austrijski zakonodavac nije napustio stvarnopravni suvlasnički model.[442]

Stvarnopravni suvlasnički model problematičan je kako iz perspektive prekogranične kompatibilnosti tako i iz perspektive unutarnje koherentnosti. Unutarnju koherentnost podriva nesklad između uobičajenog suvlasništva prema suvlasničkim dijelovima (njem. *Miteigentum nach Bruchteilen*) iz čl. 1008 *et seq.* BGB i svojevrsnog suvlasništva prilagođenog osobitostima zbirne pohrane vrijednosnih papira iz čl. 6. st. 1. dDepotG. Gotovo je iluzorno govoriti o apsolutnoj pravnoj vlasti na stvari nad kojom je faktična vlast krajnje upitna.[443] Ako uopće postoji, višekratno stupnjevani posredni suposjed nema značajnu ulogu ni kod raspolaganja niti kod administriranja vrijednosnim papirima. Budući da ne stvara vanjsku sliku subjektivnog prava ni pravni privid o titularu tog prava, takav posjed beskoristan je iz perspektive kako *bona fide* stjecanja prava na vrijednosnim papirima tako i ostvarivanja prava koja iz njih proizlaze. Imobilizirane isprave o vrijednosnim papirima nemaju ni legitimacijsku ni prezentacijsku ni

[440] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/38

[441] Za opstojnost stvarnopravnog suvlasničkog modela i stvarnopravne naravi ulagateljevog prava v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 2, 5; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 33 *et seq*.; Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 8; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 104. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/110. Za prelazak na povjerenički model i obveznopravnu narav ulagateljevog prava v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 451. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 550., 590. - 591.

[442] Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 374., 379. – 380. O tome kritički iz perspektive njemačkog prava Habersack, Mathias, *op.cit*. (bilj. 400), str. 99. - 101.

[443] Za negaciju apsolutne vlasti, koja je bitno obilježje stvarnog prava, na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 228., 449. *Cf*. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 178. -179., koja – uskrativši mu posjed isprave – ulagatelju priznaje apsolutno pravo na pravu. Za negaciju stvarnopravnih obilježja, uključujući neposrednu, trećima vidljivu vlast osobe na određenoj stvari v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 214., 560. O gubitku funkcije posjeda isprava o zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 104.

publikacijsku ni prometnozaštitnu funkciju.[444] Kod raspolaganja vrijednosnim papirima uloga posjeda više je formalna nego suštinska. Iako se formalno provodi predajom, raspolaganje se redovito manifestira (isključivo) preknjižbom. Transportna funkcija imobiliziranih isprava o vrijednosnim papirima vrlo je ograničena.[445] Disfunkcionalnost isprava kao njegovog objekta povod je raspravama o opstojnosti stvarnog prava.[446] O tome se raspravlja i zbog ostvarivosti ulagateljevih prava gotovo isključivo od njegovog skrbnika.[447] Prekograničnu kompatibilnost podriva relativno slaba zastupljenost stvarnopravnog suvlasničkog modela u ostalim pravnim poretcima.[448] Njemački ulagatelj ne može steći suvlasništvo stranih vrijednosnih papira pohranjenih u inozemstvu ako je jedino što strano mjerodavno pravo priznaje ulagateljima tražbina koja se odnosi na te vrijednosne papire (*i.e.* ako ih stavlja u obveznopravni položaj).[449] Po mišljenju *Wusta*, kod prekogranične pohrane i raspolaganja pravna sigurnost moguća je samo uz pomoć pravne konstrukcije koja se temelji na obveznom pravu.[450] Među prednosti na fiducijarnom povjerenstvu utemeljenog žiro prometa vrijednosnih papira *Einsele* ubraja relativnu neproblematičnost povezivanja sa stranim sustavima za prijenos vrijednosnih papira.[451] Po njezinom mišljenju, povjerenički model s ulagateljem kao nositeljem osnažene tražbine prema svojoj banci pojednostavio bio prekograničnu trgovinu vrijednosnim papirima.[452]

Prelaskom na povjerenički model otpale bi nedoumice koje prate suvlasništvo promjenjivog skupa zamjenjivih stvari. Nadomještanjem prava na stvari tražbinom prema banci nestalo bi i pitanje (in)kompatibilnosti jer bi ulagateljevo pravo ostalo u granicama jednog pravnog poretka. Zagovornici prelaska donekle se razlikuju u percepciji povjereničkog modela.

---

[444] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 219. – 220. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 184. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 32., 604.

[445] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 219. *Cf*. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 145., 247., 382., koja spominje gubitak funkcije isprave kao transportnog medija. O tome i Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 279. Micheler, Eva, Entwicklung, *op.cit*. (bilj. 76), str. 380. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 32., 604.

[446] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 227. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 114; Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/110; Za razliku od *Wusta*, koji smatra da time stvarno pravo gubi tlo pod nogama, *Rögner* i *Iro* zagovaraju opstojnost stvarnog prava. Po mišljenju *Rögnera*, gubitak funkcije isprava stvarnopravna pitanja ne gura u drugi plan. To što su isprave izgubile funkciju, po mišljenju *Ire*, ne znači da treba odbaciti priznata načela građanskog prava koja daju zadovoljavajuće rezultate

[447] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 449.

[448] O specifičnosti njemačkog modela v. Lehmann, Matthias, *op.cit*. (bilj. 112), str. 65.

[449] O nedoumicama koje prate uključivanje američkih vrijednosnih papira pohranjenih kod DTC-a u njemački žiro promet kojim upravlja CBF v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 215. – 216.

[450] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 412., 448. *Contra* Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 36, koji smatra da stvarnopravno obličje prava vrijednosnih papira u prekograničnom žiro prometu vrijednosnih papira nije rezultiralo teškoćama kojih se pribojavalo.

[451] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 591.

[452] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 482.

Einsele zagovara sustav knjižnih efekata, koji se temelji na fiducijarnom povjerenstvu.[453] Položaj kakav *de lege lata* ima kod povjereničke pohrane u inozemstvu ulagatelj treba, po njezinom mišljenju, *de lege ferenda* imati i kod pohrane u Njemačkoj.[454] Zamjerajući mu dogmatske nejasnoće, *Wust* se protivi prelasku na povjerenički model kakav *de lege lata* postoji kod povjereničke pohrane u inozemstvu. Umjesto toga, *Wust* zagovara izmjenu njemačkog prava po uzoru na američko.[455]

Donekle je problematičan i povjerenički model.[456] Ono što mu se najviše zamjera rizik je inflacije vrijednosnih papira, koji ugrožava integritet izdanja.[457] Kod povjereničkog modela ne može se isključiti postojanje više prava na strani ulagatelja od obveza na strani izdavatelja. Budući da je originarno, stjecanje prava nije uvjetovano istovremenim gubitkom jednakog prava kod nekog od dotadašnjih imatelja. Osim zbog rizika inflacije, povjereničkom modelu zamjerke se upućuju i zbog nepružanja zaštite onima koji je zavređuju. Zbog obveznopravne naravi prava, putativnim stjecateljima (čak i ako su pošteni) prijeti rizik pravnih nedostataka, a imatelji snose kreditni rizik intermedijera.[458] Kao potencijalna smetnja uspostavi povjereničkog modela u njemačkoj pravnoj književnosti spominje se načelo neposrednosti (njem. *Unmittelbarkeitsprinzip*), koje vrijedi u njemačkom pravu fiducijarnog povjerenstva.[459] Striktna primjena tog načela priječi nastanak povjereničkog odnosa između ulagatelja i njegove banke jer ne dolazi do neposredne predaje vrijednosnih papira. Povjereničkom modelu kakav *de lege lata* postoji kod povjereničke pohrane u inozemstvu *Segna* zamjera i kompleksnost kod raspoređivanja prava iz vrijednosnih papira, koja dolazi do izražaja ako bi ih ulagatelj htio osobno ostvarivati u svoje ime.[460]

Premda dominantna, povjerenički model nije jedina alternativa stvarnopravnom suvlasničkom modelu. Kritizirajući oba modela, *Segna* zagovara uspostavu potpuno

[453] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 561. *et seq.*; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 19; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 9; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 146; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 7., 616. *et seq*. *cf*. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 222. – 223., koji zagovara prekogranično usklađivanje materijalnopravnog poimanja naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira na obveznopravnoj osnovi.
[454] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 561. – 596.
[455] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 450. – 452.
[456] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 19; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 451. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 620. Uzrok problema dogmatski je prijeporan institut fiducijarnog povjerenstva.
[457] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 36
[458] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 35; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 5; *Contra* Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 449. – 451. Po *Wustovom* mišljenju, stvarnopravna narav ulagateljevog prava nije jedini način za postizanje takve zaštite.
[459] O načelu neposrednosti u njemačkom pravu v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 191. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 425., 427. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 342. *et seq*., 618.
[460] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 620. – 621.

dematerijaliziranog žiro sustava vrijednosnih papira.[461] Među obilježja takvog sustava spadaju konstitutivnost upisa u registar za nastanak prava prema izdavatelju te pripisa na račun vrijednosnih papira za njihovo stjecanje, direktan odnos ulagatelja i izdavatelja, isključivo posrednička odnosno administratorska uloga skrbnika te stvarnopravna narav ulagateljevog prava koja ga sklanja izvan dohvata trećih (*i.e.* skrbnikovih vjerovnika) i omogućuje zaštitu poštenih stjecatelja.

3.3 Američko pravo

Do novele čl. 8. UCC-a iz 1994. godine ulagatelji, koji su vrijednosne papire držali posredstvom intermedijera na zbirnoj pohrani, u američkom pravu imali su status suvlasnika. Svakom od njih pripadao je srazmjerni dio prava vlasništva na zbirnom portfelju (engl. *owner of a proportionate property interest in the fungible bulk*) (§ 8-313(2) r. 2. UCC 1978).[462] Zbirni portfelj (engl. *fungible bulk*) sačinjavali su svi vrijednosni papiri određenog izdanja (engl. *particular issue of securities*) pod intermedijerovom kontrolom, koje je označio kao one koje drži za klijente koji su ih platili.[463]

Zakonsko pozicioniranje ulagatelja kao suvlasnika zbirnog portfelja izazvalo je salve kritika u pravnoj književnosti. Po mišljenju *Mooneya*, stvarno pravo stečeno upisom u evidencije intermedijera nema puno sličnosti sa stvarnim pravom stečenim primitkom u posjed isprave o vrijednosnim papiru ili upisom u registar izdavatelja. Takvo pravo, koje putativni vlasnik ostvaruje posredstvom intermedijera, najbolje je - po njegovom mišljenju – opisati kao skup prava prema intermedijeru.[464] Objekt takvog prava je saldo po računu vrijednosnih papira koji vodi intermedijer, a ne zbirni portfelj koji može ali i ne mora postojati u podlozi tog računa.

---

[461] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 622. *et seq*.

[462] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 309. Odredbu (§ 8-313(2) UCC 1978 njemačka doktrina smatrala je temeljem suvlasničkog položaja klijenta, v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 157. Za suvlasnički položaj ulagatelja, koji se – kako navodi *Haentjens* - temeljio na povjerenstvu, v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 204. O primjeni te zakonske odredbe u praksi v. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 459.

[463] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 336. Za pripadnost fungibilnom skupu nije nužno da sve vrijednosne papire intermedijer drži na isti način. To što dio vrijednosnih papira intermedijer drži neposredno nije smetnja da isti fungibilni skup obuhvati i posredno držane vrijednosne papire. Za pripadnost fungibilnom skupu nije nužno ni da sve vrijednosne papire koje intermedijer drži posredstvom svog intermedijera taj intermedijer drži na istom računu.

[464] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 310. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 48. Po mišljenju *Aronsteina* (Aronstein, Martin J., The New/Old Law of Securities Transfer: Calling a "Spade" a "Heart, Diamond, Club or the Like", Cardozo Law Review, [Vol. 12:429 1990], str. 435.), jedino što je ulagatelj imao bila je tražbina prema brokeru. O samopercepciji brokera manje kao ostavoprimca, a više kao dužnika v. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 463.

Suočen s kritikom, zakonodavac je novelom čl. 8. UCC-a iz 1994. godine ulagateljima promijenio ulogu. Od suvlasnika zbirnog portfelja postali su ovlaštenici (engl. *entitlement holders*). Osim osoba koje su u evidencijama intermedijera označene kao osobe s ovlašću na vrijednosne papire prema intermedijeru (§ 8-102(7) r. 1. UCC 1994), među ovlaštenike spadaju osobe od kojih intermedijer primi ili za koje stekne financijsku imovinu prihvativši je radi pripisa na njihov račun (§ 8-102(7) r. 2. u svezi s § 8-501(b)(2) UCC 1994) te osobe na čiji račun intermedijera propis obvezuje da pripiše financijsku imovinu (§ 8-102(7) r. 2. u svezi s § 8-501(b)(3) UCC 1994). Umjesto srazmjernog dijela prava vlasništva, svakom od njih pripada ovlast na vrijednosne papire (engl. *securities entitlement*). Riječ je o svojevrsnom skupu ili, kako se to u američkoj literaturi nerijetko naziva, paketu prava različite naravi, koji čine zakonom određena prava i stvarno pravo (engl. *rights and property interest*) ovlaštenika glede financijske imovine (§ 8-102(a)(17) UCC 1994).[465] Prava ovlaštenika glede financijske imovine naličje su zakonskih obveza intermedijera.[466] Tu spadaju obveza uspostave i održavanja pokrića za ovlasti (§ 8-504 UCC 1994), pribavljanja i prosljeđivanja izdavateljevih plaćanja i raspodjela (§ 8-505 UCC 1994), ostvarivanja prava u svezi s financijskom imovinom po uputi ovlaštenika (§ 8-506 UCC 1994), izvršavanja ovlasnih naloga (§ 8-507 UCC 1994) i promjene pravnog položaja ovlaštenika slijedom promjene način držanja vrijednosnih papira (§ 8-508 UCC 1994). Stvarno pravo ovlaštenika glede određene financijske imovine srazmjerno je stvarno pravo na svim pravima na toj financijskoj imovini koju drži intermedijer, neovisno o tome kad je ovlaštenik stekao ovlast odnosno kad je intermedijer stekao pravo na toj financijskoj imovini (§ 8-503(b) UCC 1994).[467] Stvarnopravna komponenta ovlasti primarno služi zaštiti ovlaštenika

[465] *Schroeder*, *Chun*, *Johansson* i *Monsenepwo* ovlast nazivaju (novim) pravom *sui generis*, v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 363., 366. – 367. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 203. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 143., 165., 193. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 173. *Guynn* govori o *sui generis* paketu tražbina i stvarnog prava, v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 45. *Sui generis* paket prava spominje Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 55. Pojam „ovlast na vrijednosne papire" *Rogers* smatra prikladnom kraticom koja se koristi umjesto sintagme „paket prava koja osoba koja drži poziciju u vrijednosnim papirima posredstvom intermedijera ima prema tom intermedijeru i na imovini koju drži taj intermedijer", v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1451. O ovlasti na vrijednosne papire kao paketu prava prema intermedijeru v. Rogers, James S., Essay, *op.cit*. (bilj. 188), str. 692. *Rögner* navodi da se u američkoj literaturi ovlast na vrijednosne papire opisuje kao „složeni skup prava" (engl. *complex bundle of rights*), odnosno „paket prava *in personam* prema intermedijeru" (engl. *a package of in personam rights against the intermediary*), v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 122. O ovlasti na vrijednosne papire kao ovlaštenju *sui generis*, koje – bez oslonca u tradicionalnim pravnim institutima – objedinjuje obveznopravne i stvarnopravne elemente v. i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 28., 60. Za *Chuna* (Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 211.), ovlast na vrijednosne papire predstavlja eklektični hibrid stvarnih i obveznih prava. Za tezu da ovlast sadržava i stvarno i obvezno pravo v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 205., 225. Slično i Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 44. Da je riječ o hibridnom ovlaštenju *sui generis* v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 52.

[466] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 205.

[467] Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 161. Rogers, James S., Essay, *op.cit*. (bilj. 188), str. 692. Ulagatelj nema (isključivo) pravo na pojedinačno određene dijelove skupa već na alikvotni dio skupa i svakog njegovog sastavnog dijela, v. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 400. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 688.

od nasrtaja intermedijerovih vjerovnika, dok mu obveznopravna komponenta treba namaknuti ekonomske koristi koje daje financijska imovina.

Unatoč zakonskom uređenju, ovlast na vrijednosne papire prijeporne je pravne naravi.[468] Prostor za prijepore zakonodavac je ostavio pristupivši kodifikaciji funkcionalno, odnosno „transakcijski". Plod takvog pristupa zakonski je tekst iz kojeg se ne može jednostavno i sa sigurnošću utvrditi narav ulagateljevog prava.[469] Umjesto dogmatske prosudbe naravi prava uz pomoć tradicionalnih *common law* instituta, apstraktnih pravila stvarnog prava, pravila obveznog prava primjenjivih na trgovinsko zastupanje odnosno ostavu ili usporedbe s neposrednim držanjem, zakonodavac je opisao kako sustav posrednog držanja funkcionira i propisao prikladne pravne učinke određenih transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima.[470] Pravni položaj ulagatelja nazire se iz opisa sazdanog od funkcionalnih, a ne kategoričkih pojmova i danog u formi prikaza suštine paketa prava i obveza koji oblikuju odnos intermedijera i ulagatelja.[471] Za dio doktrine (*Rogers*, *Schroeder*) nadomještanje suvlasništva ovlašću na vrijednosne papire ne predstavlja promjenu već preciznije artikuliranje pravnog položaja ulagatelja, koji time nije bitno oslabljen.[472] Dok službeni komentar čl. 8. UCC 1994 ovlast smatra bliskijom stvarnom pravu nego tražbini prema intermedijeru, kroz pravnu književnost provlači se teza o ovlasti kao pravu prema pojedinom intermedijeru, a ne vlasništvu određenih predmeta.[473]

Pozornost znanstvene i stručne javnosti najviše je privukla stvarnopravna komponenta ovlasti na vrijednosne papire. Dio doktrine (*e.g. Donald*, *Hakes*) otvoreno je negira prkoseći time zakonodavcu i ne obazirući se na očekivanja sudionika pravnog prometa i uvriježeno

[468] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 158; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 246. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 51. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 111.
[469] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 687. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 212.
[470] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 357., 366. Takav pristup zakonodavca *Schroeder* naziva „transakcijskim", za razliku od „definicijskog". Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1496. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 295.
[471] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1450. Nomotehnički pristup funkcionalan („*in functional rather than categorical terms*") je i deskriptivan („*First describe it, then name it.*").
[472] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1451., 1455. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 369. O razlici u stupnju zaštite v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 29. *Cf.* Klees, Edward H, How Safe Are Institutional Assets in a Custodial Bank's Insolvency?, The Business Lawyer, Vol. 68, No. 1, November 2012, str. 120., koji smatra da su – zbog gubitka vlasništva vrijednosnih papira - novelom čl. 8. UCC iz 1994. godine bitno ograničena prava ulagatelja.
[473] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 158; Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 319. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 203., 204., 431.

shvaćanje skrbničkog odnosa.[474] Ovlast je – po mišljenju tog dijela doktrine – isključivo obvezno pravo utemeljeno na ugovoru i/ili na zakonu, kojem je zakonodavac podario status stvarnog prava.[475] Tako *Einsele* smatra da u američkom sustavu posrednog držanja uopće ne dolazi do raspolaganja vrijednosnim papirima ili pravima iz vrijednosnih papira već samo do nastanka obveznopravnog zahtjeva ulagatelja prema njegovoj depozitnoj banci za realizaciju prava povezanih s vrijednosnim papirima.[476] Po mišljenju *Wusta*, ovlast na vrijednosne papire obvezno je pravo koje pod određenim okolnostima uživa stvarnopravnu zaštitu, što ga čini sličnim povjereničkopravnoj tražbini na isporuku u podlozi WR-pripisa po njemačkom pravu.[477] Negaciju stvarnopravne komponente ovlasti na vrijednosne papire *Schroeder* objašnjava indoktriniranošću „tjelesnom metaforom" (engl. *physical metaphor*) i „mitom o presumiranom vlasništvu" (engl. *myth of ostensible ownership*).[478] Ni zagovornici stvarnopravne komponente ovlasti ne osporavaju svojevrsnost stvarnog prava.[479] Neprijeporno je, naime, da nije riječ o stvarnom pravu kakvo poznaje *common law*.[480]

Predmet stvarnog prava utkanog u ovlast nisu pojedinačno određeni vrijednosni papiri s kojima bi ono bilo neraskidivo povezano (engl. *traceable property right in individual*

[474] Stvarno pravo ovlaštenika ne spominje se samo u definiciji pojma „ovlast na vrijednosne papire" (§ 8-102(7) UCC 1994), već mu je posvećen jedan cijeli članak (§ 8-503 UCC 1994). Tezu da isključivo obveznopravni odnos ulagatelja i intermedijera ne bi bio u skladu s očekivanjima sudionika pravnog prometa i uvriježenim shvaćanjem skrbničkog odnosa iznosi *Rogers*, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1517. Za takvo očekivanje stvarnog prava v. i Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 161.

[475] Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 43. *Donalda* fascinira takva naoko nepomirljiva konstrukcija koja zorno prikazuje stupanj fleksibilnosti i pragmatičnosti američkog zakonodavca, koji se nije libio podrediti pravnu dosljednost i dogmatsku utemeljenosti postizanju željenog cilja. Za tezu da je nešto što je u biti obveznopravni odnos zakonodavčevom intervencijom postalo stvarno pravo v. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 111. *Hakes* (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 745.) ne uspijeva proniknuti razlog na kojem bi se mogla utemeljiti stvarnopravna narav ovlasti. O pravu ulagatelja koje je sličnije tražbini iz ugovora iako ga se katkad tretira kao da je stvarno v. Joo, Thomas W., *op.cit*. (bilj. 181), str. 1074. Američko pravo *Scherer* uzima kao primjer pravnog poretka s rješenjem utemeljenim na obveznom pravu. Ovlast na vrijednosne papire po američkom pravu slična je, po njegovom mišljenju, pravu glede vrijednosnih papira po engleskom pravu jer je u oba slučaja riječ o skupu ugovornih prava ulagatelja prema neposrednom intermedijeru. O tome v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 6 – 7. Za tezu da je apsolutno pravo na stvari novela čl. 8. UCC iz 1994. godine svela na tražbinu prema intermedijeru v. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 134.

[476] Za kritiku tog stava *Einsele* v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 126. Po mišljenju *Rögnera* ovlaštenik stječe stvarno pravo u okviru raspolaganja zbirnim portfeljem.

[477] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 248.– 249. Da je iz njemačke pravne perspektive riječ o običnoj tražbini, a nikako o stvarnom pravu konstatira i *Chun*, v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 248.

[478] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 356. O toj metafori i tom mitu v. i Schroeder, Jeanne L., Some Realism, *op.cit*. (bilj. 219), str. 455. *et seq*.

[479] Svojevrsnost stvarnog prava konstatira i zakonodavac u službenom komentaru odredbe § 8-104 UCC 1994. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1496. *Dittrich* (Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 13) navodi da je ovlast na vrijednosne papire pravo *sui generis* slično suvlasništvu. O tome i Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 319. – 320. Po mišljenju *Alexandera*, riječ je o jedinstvenoj vrsti stvarnog prava, v. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 14. O ovlasti na vrijednosne papire kao stvarnom pravu *sui generis* v. i Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 289.

[480] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 686. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 160. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 247. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 111.

securities).[481] Stvarno pravo ovlaštenika u određenom trenutku odnosi se na ukupnost istovrsne financijske imovine koju njegov intermedijer drži u tom trenutku.[482] Budući da mu je predmet svakodobni zbirni portfelj ovlaštenikovog intermedijera, nastanak stvarnog prava ne uvjetuje se postojanjem predmeta niti prestanak postojanja predmeta rezultira prestankom stvarnog prava (§ 8-501(c) UCC 1994).[483] Osim toga, takvo stvarno pravo proteže se na svu financijsku imovinu određene vrste koju ovlaštenikov intermedijer naknadno (*i.e.* nakon što je ovlaštenik stekao ovlast) stekne. Mogućnost da financijska imovina napusti zbirni portfelj i da ekvivalentna financijska imovina postane njegov sastavni dio ne dovodi u pitanje kontinuitet stvarnog prava. Štoviše, u iznimnim slučajevima stvarno pravo opstaje na financijskoj imovini i kad ona više nije dio zbirnog portfelja. Predmet stvarnog prava utkanog u ovlast nisu ni *in genere* određeni vrijednosni papiri u neposrednom posjedu središnjeg depozitorija (*i.e.* tjelesne stvari) već prava neposrednog intermedijera glede tih vrijednosnih papira. (*i.e.* ovlast neposrednog intermedijera).[484] Riječ je, stoga, o pravu na pravu (§ 8-503(b) UCC 1994).[485]

Stvarno pravo koje sadrži ovlast na vrijednosne papire slabijeg je pravnog učinka od stvarnog prava (prvenstveno prava vlasništva) kakvo poznaje *common law*.[486] Slabost se očituje

---

[481] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 46. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 622., 655. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 400. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 688. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.244; Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1596. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 213. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 282., 307. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 13. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 142., 160. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 55. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 225. Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1242. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 173., 183.

[482] Za zakonsku definiciju pojma „financijska imovina" v. § 8-102(a)(9) UCC 1994. Ovisno o kontekstu, taj pojam može označavati ili samo pravo ili sredstvo kojim se ono dokazuje, uključujući materijalizirani ili nematerijalizirani vrijednosni papir, ispravu o vrijednosnom papiru ili ovlast na vrijednosne papire.

[483] Mogućnost postojanja ovlasti bez pokrića *Mooneya* je navela na zaključak da je objekt stjecateljevog prava njegov račun kod intermedijera, a ne zbirni portfelj vrijednosnih papira, koji može ali i ne mora postojati u podlozi tog računa. O tome, v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 310. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 681. Neovisnost nastanka ovlasti od postojanja pokrića konstatiraju i *Rögner* (Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 166) te *Kahan* i *Rock* (Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1242).

[484] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 686., 689. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 213.

[485] Sukladno odredbi § 8-503(b) UCC 1994, ovlaštenikovo stvarno pravo glede određene financijske imovine srazmjerno je stvarno pravo na svim pravima glede te financijske imovine koja drži intermedijer (engl. „*...pro rata property interest in all interests in that financial asset...*"). Da je riječ o pravu na pravu konstatiraju i *Schwarcz* i *Benjamin* (Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 311.).

[486] Po mišljenju *Hakesa*, ovlast podrazumijeva „nešto manje" od vlasništva financijske imovine, v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 687. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 210. Moffatt, Paula, In a digital age and where significant assets may consist of dematerialised instruments, are our existing rules sufficient to provide a fair and effective regime governing the location of assets? A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements of Nottingham Trent University for the award of Professional Doctorate, June 2016, https://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/30098/1/Moffatt_thesis.pdf, (u daljnjem tekstu: Moffatt, Paula, Digital age, str. 61. *Schroeder* prepoznaje „neko stvarno ili kvazi-stvarno pravo" ovlaštenika na financijskoj imovini, koje odlikuju slabija stvarnopravna obilježja, v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 367., 371. O „restriktivnom preoblikovanju" stvarnog prava u srazmjerno pravo koje se ne odnosi na konkretnu, pojedinačno određenu financijsku imovinu v. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 182. Na oprečan zaključak (*i.e.* da ovlast odgovara vlasništvu financijske imovine) mogle bi navesti odredbe § 8-104(a)(2) i 8-104(b) UCC 1994 propisujući

kako s negativne tako i s pozitivne strane. Stvarno pravo sadržano u ovlasti ne može se ostvarivati od svakoga, a nisu ga ni svi obvezni uvažavati. Unatoč tome što sklanja financijsku imovinu, u mjeri u kojoj ona služi kao pokriće za ovlasti, izvan dohvata intermedijerovih vjerovnika (§ 8-503(a) UCC 1994), stvarno pravo – po mišljenju *Schroeder*, ne djeluje apsolutno.[487] Osim što uzmiče pred kasnijim pravom radi osiguranja zasnovanim u korist intermedijerovog vjerovnika koji se domogao kontrole nad financijskom imovinom (§ 8-511(b) UCC 1994), ne omogućuje izlučenje pojedinačno određenih dijelova financijske imovine iz stečajne mase intermedijera već samo srazmjernu raspodjelu raspoložive financijske imovine s drugim ovlaštenicima.[488] Kao ni takvi osigurani vjerovnici intermedijera, ni stjecatelji financijske imovine ili prava glede te imovine načelno ne trebaju strepiti od stvarnog prava utkanog u ovlast (§ 8-503(e) UCC 1994). Ovlaštenik ga može (prisilno) ostvariti isključivo od svog intermedijera (§ 8-102(7) UCC, 8-503(d) UCC 1994) te samo iznimno od stjecatelja financijske imovine ili prava glede te imovine (§ 8-503(d) UCC 1994).[489] S ovlaštenikovim zahtjevom za ostvarenje stvarnog prava utkanog u ovlast stjecatelj se može suočiti samo ako je nad ovlaštenikovim intermedijerom otvoren stečaj u okviru kojeg je stečajni upravitelj odlučio da od stjecatelja neće pokušati ishoditi restituciju financijske imovine ili prava glede te imovine (§ 8-503(d)(1) UCC 1994), ako intermedijer nema dovoljno prava glede financijske imovine za ispunjenje ovlasti svih ovlaštenika na tu financijsku imovinu (§ 8-503(d)(2) UCC 1994), ako prijenosom financijske imovine ili prava glede te imovine stjecatelju intermedijer je prekršio svoju zakonsku obvezu držanja dovoljnog pokrića (§ 8-503(d)(3) UCC 1994) i ako stjecatelj

da osoba stječe financijsku imovinu ili pravo na njoj stjecanjem ovlasti na toj financijskoj imovini i odredba § 8-104(d) UCC 1994 propisujući da osoba koja je obvezna temeljem zakona, propisa ili ugovora drugoj osobi prenijeti, isporučiti ili na drugi način predati u posjed financijsku imovinu ispunjava tu obvezu ishođenjem da ta druga osoba stekne pravo na vrijednosni papir ili financijsku imovinu.

[487] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 369. O pravozaštitnom učinku stvarnog prava iz perspektive ovlaštenika v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 688. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 43. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 85. Kao izniman slučaj djelovanja ovlasti prema trećima *Dittrich* spominje stečaj intermedijera, v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 13.

[488] Stvarnopravnu narav ovlasti *Donald* objašnjava potrebom da se koristovnom vlasniku osigura mogućnost izlučenja deponiranih vrijednosnih papira u slučaju stečaja intermedijera, što je – po mišljenju zakonodavca (službeni komentar br. 1. uz odredbu § 8-503 UCC 1994) – primarni interes namire vrijednosnih papira. O tome v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 43. Privilegiranje intermedijerovih vjerovnika spram ovlaštenika u literaturi se naziva „vertikalnom prednošću" (engl. *vertical priority*). O tome v. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 124.

[489] Sukladno odredbi § 8-102(7) UCC 1994, ovlaštenik je osoba koja ima ovlast prema intermedijeru" (engl. „*...the person having a security entitlement against the securities intermediary*."). Sukladno odredbi § 8-503(c) UCC 1994, stvarno pravo ovlaštenika glede određene financijske imovine u smislu odredbe § 8-503(a) UCC 1994 može se prisilno ostvariti od intermedijera. Obvezu intermedijera ovlašteniku omogućiti ostvarivanje svih imovinskih i upravljačkih prava koja proizlaze iz vrijednosnih papira *Rogers* ubraja među fundamentalna načela pravnog uređenja posrednog držanja, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1457. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 159; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 7; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 213. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 273. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 236. – 237., 247. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1895. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 182. – 183. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-058

nije ispunio protučinidbu ili nije uspostavio kontrolu ili je postupao u koluziji s intermedijerom prilikom kršenja njegove zakonske obveze držanja dovoljnog pokrića, zbog čega ne uživa zaštitu koju pruža odredba § 8-504(e) UCC 1994 (§ 8-503(d)(4) UCC 1994).[490] Riječ je o teoretskoj mogućnosti koja se samo iznimno može provesti u praksi.[491] Zahtjev prema stjecatelju bio bi preuranjen ako bi bio podnesen prije okončanje stečajnog postupka nad intermedijerom i parnice pokrenute radi utvrđenja intermedijerovog kršenja obveze iz odredbe § 8-504 UCC 1994.[492] Ni u teoriji, stvarno pravo utkano u ovlast ovlaštenik ne može ostvariti od izdavatelja financijske imovine ili od intermedijera na višoj razini.[493] Ograničenost pasivne legitimacije posljedica je primjene načela „neprobojnosti" i uvjerenja u neprikladnost instituta traganja (engl. *tracing*) u „sustavima indirektnog ostvarenja".[494] Ni izdavatelj niti intermedijer na višoj razini ne može znati identitet ulagatelja te postojanje i opseg njegovih prava niti je pravo ulagatelja neraskidivo povezano sa svojim pojedinačno određenim predmetom koji u stopu prati u pravnom prometu.[495] Stvarno pravo jalovo je bez obveznih prava utkanih u ovlast. Budući da mu ne daje direktnu pravnu vlast na financijskoj imovini, ovlaštenik ga može ostvariti jedino tako da od intermedijera ishodi ispunjenje njegovih zakonskih obveza (§ 8-

[490] Sama činjenica otvaranja stečaja nad intermedijerom ne implicira nemogućnost ovlaštenika da ostvari svoja prava koja mu daje ovlast od intermedijera u stečaju. Čak ni da otvaranje stečaja razotkrije manjak (*i.e.* postojanje ovlasti u evidencijama intermedijera u stečaju bez pokrića u financijskoj imovini koju drži) zakonodavac ovlašteniku ne priznaje pravo na restituciju uzmanjkale financijske imovine od stjecatelja, ako taj manjak nije posljedica intermedijerovog kršenja obveze iz odredbe § 8-504 UCC 1994. I u tom slučaju, ovlaštenik je aktivno legitimiran tek podredno ako je stečajni upravitelj odlučio da neće ostvarivati to pravo za njegov račun. Svrha tih ograničenja, koja štite stjecatelje financijske imovine, promocija je sigurnosti i učinkovitosti funkcioniranja sustava za poravnanje i namiru, v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 760. Privilegiranje stjecatelja spram ovlaštenika u literaturi se naziva „horizontalnom prednošću" (engl. *horizontal priority*). O tome v. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 124.

[491] Četiri propisana uvjeta teško su premostiva zapreka za intermedijere. Odraz je to pravnopolitičke odluke da se ovlast ostvaruje gotovo isključivo od intermedijera koji ju je kreirao. O tome v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 691. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 624. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 43. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 299. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 206., 226. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 19. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 244., 248.

[492] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 214. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 184. – 185.

[493] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 689. - 690. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 401. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 324. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.243; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 159; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 28. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 237. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-037

[494] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.243 - 1.244; Po mišljenju *Law Commission*, pravila sustava indirektnog ostvarenja iz čl. 8. UCC 1994 počivaju na načelu neprobojnosti. Traganje je neprikladno jer predmet ovlasti nisu pojedinačno određene stvari, kojima bi se eventualno moglo ući u trag i nakon što prođu kroz ruke više osoba. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1456. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 356., 475. O razlozima zbog kojih čl. 8. UCC 1994 odbacuje traganje v. i Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 124.

[495] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 690. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1455. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 324.

503(c) UCC 1994).[496] Osim što je nezamislivo bez obveze intermedijera da uspostavi i održava pokriće, stvarno pravo utkano u ovlast ne sadrži karakteristična ovlaštenja (*e.g. possidere*, *uti*, *frui*, *abuti*) zbog čega ga je bilo nužno upotpuniti zakonskim obvezama intermedijera.[497] Do plodova i koristi od vrijednosnih papira nositelj stvarnog prava (*i.e.* ovlaštenik) ne dolazi direktno, realizacijom ovlaštenja koje ulazi u sadržaj njegovog prava, već indirektno intermedijerovim ispunjenjem svoje zakonske obveze. Ni zakonska dopuna krnjeg sadržaja ni načelno privilegiranje spram prava intermedijerovih vjerovnika (§ 8-503(a), 8-511(a) UCC 1994) nisu ojačali stvarno pravo utkano u ovlast u mjeri potrebnoj da se po pitanju učinka izjednači s pravom vlasništva. O jednakoj vrijednosti ovlasti i prava vlasništva može biti govora samo pod pretpostavkom solventnosti intermedijera.[498] Ne iznenađuje, stoga, da povlačenje vrijednosnih papira s pohrane i posljedična zamjena ovlasti na vrijednosne papire pravom vlasništva na vrijednosnim papirima tijekom određenog razdoblja prije otvaranja stečaja nad intermedijerom može biti pobojno zbog narušavanja načela *paribus creditorum*.[499]

Zakonsko upakiravanje stvarnog i obveznih prava kod dijela doktrine stvorilo je dojam o povjereničkoj naravi ovlasti na vrijednosne papire. U njemačkoj pravnoj književnosti ovlast se prikazuje kao vrsta ekonomskog vlasništva (njem. *eine Art wirtschaftlicher Eigentümerstellung*), odnosno kvazi-stvarno pravo (njem. *quasi-dingliche Berechtigung*) koje svom nositelju (*i.e.* ovlašteniku) daje povjerenička prava (njem. *treuhänderische Rechte*) s učinkom prema neposrednom intermedijeru i njegovim vjerovnicima, ali ne i prava slična njemačkom pravu vlasništva s učinkom prema intermedijeru koji neposredno posjeduje vrijednosne papire (*i.e.* intermedijeru na najvišoj kariki skrbničkog lanca).[500] Priznavanje

[496] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.212; Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 402. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 692. Ispada, stoga, da je ostvarenje stvarnog prava rezultat ostvarenja zakonom određenih (obveznih) prava. Ta prava *Hakes* smatra suštinom ovlasti ali i njezinim gotovo cjelokupnim sadržajem.

[497] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 371., 367. Obveza intermedijera poduzeti sve što je potrebno da ovlašteniku proslijedi sve plodove imovinskih prava (§ 8-505 UCC 1994) i omogućiti ovlašteniku ostvarenje upravljačkih prava koja daju vrijednosni papiri i druga imovina na računu (§ 8-506 UCC 1994) nadomješta pravo korištenja (engl. *right to enjoyment*), dok obveza intermedijera postupati po ovlasnim nalozima i uputama ovlaštenika za prijenos (§ 8-507 UCC 1994) ili za promjenu načina držanja financijske imovine koja je pokriće za ovlast (§ 8-508 UCC 1994) nadomješta pravo raspolaganja (engl. *right of alienation*). Povrh toga, u definiciji pojma ovlaštenik kao „osobe identificirane u evidencijama intermedijera kao osobe koja ima ovlast prema intermedijeru" *Schroeder* prepoznaje pravo ovlaštenika na posjed (engl. *right of possession*).

[498] Slabost stvarnog prava koje sadrži ovlast razotkriva stečaj intermedijera popraćen manjkom financijske imovine, kad intermedijer nije u stanju ispuniti svoje zakonske obveze. O tome v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 485.

[499] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 382., 429., 430., 484.

[500] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 122; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 6; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 247. Slično iz perspektive švicarskog prava Steiner, Florian Louis, Besicherung nach dem Bucheffektengesetz, DISSERTATION der Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften sowie Internationale Beziehungen (HGS) zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft, Dike Verlag AG Zurich/St.Gallen 2012, str. 145.

ulagatelju (*i.e.* ovlašteniku) ekonomskog ili koristovnog vlasništva vrijednosnih papira nije strano ni američkoj pravnoj književnosti.[501] U tom slučaju pravno ili registrirano vlasništvo i status registriranog imatelja vrijednosnih papira povlastica je Cede & Co, predstavnika (engl. *nominee*) DTC-a koje posjeduje isprave o vrijednosnim papirima.[502] Prava kojih je formalno nositelj predstavnik drži za korisnika i ostvaruje isključivo u njegovom interesu.[503] Iako američka literatura načelno ne zazire od razdijeljenog vlasništva, dio doktrine (*e.g. Hakes*) osporava postojanje povjereničkog odnosa - kad povjerenik (kao „pravni" vlasnik) ostvaruje prava i vlasnička ovlaštenja za korisnika - između intermedijera i njegovog klijenta. Razlog tome ugovorna je obveza osobe koja vodi račun vrijednosnih papira tretirati osobu za koju vodi taj račun ovlaštenom ostvarivati prava od kojih se sastoji financijska imovina, koja je evidentirana na tom računu (§ 8-501(a) UCC 1994).[504] Da nije riječ o povjerenstvu proizlazi i iz nemogućnost traganja za zamjenjivim netjelesnim stvarima pozicioniranim na različitim karikama skrbničkog lanca.[505] Po mišljenju *Khimjija*, ovlast na vrijednosne papire značajna je

---

[501] Po mišljenju *Donalda* (Donald, David C., *op.cit.* (bilj. 5), str. 24. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 17. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 16.) imobilizacija razdvaja ekonomsko ili koristovno vlasništvo dionice od formalnopravnog statusa registriranog dioničara. O tome slično i Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 573., 678. *Schroeder* (Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 371., 449.) navodi da propisi koji uređuju trgovinu vrijednosnim papirima u određenim slučajevima ovlaštenika smatraju koristovnim vlasnikom vrijednosnih papira. O intermedijerovom klijentu kao povjeritelju (njem. *Treugeber*) i „koristovnom odnosno ekonomskom vlasniku" (engl. *beneficial owner*; njem. *wirtschaftlicher Eigentümer*) pohranjenih vrijednosnih papira, na teret kojeg padaju obveze plaćanja poreza na dividendu i provedbe objava na američkoj burzi, govori i *Rögner*, v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 160. *Facciolo* (Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 621.) govori o koristovnom pravu onih vlasnika koji nisu članovi središnjeg depozitorija, koje predstavlja upis u evidencijama člana središnjeg depozitorija (brokera-*dealera* ili banke). O koristovnom vlasništvu klijenta na vrijednosnim papirima koje intermedijer drži na „ulično ime" (engl. *street name*) v. i Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 309. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 257. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 33. Rocks, Sandra, A U.S. Perspective on the UNIDROIT Project in Light of Industry Experience under the Uniform Commercial Code Article 8 and Related Law, u: UNIDROIT, "Legal Risk and Market Efficiency", UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Rome, November 2003, (Report February 2004), str. 11. Brown, Jr., J. Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 688. Beller Alan L., Fisher, Janet L., *op.cit*. (bilj. 22), str. 5. Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 229., 233. *Contra* Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 314., 325. *Einsele* se priklanja shvaćanju po kojem je intermedijer koji drži na „ulično ime" posredni zastupnik klijenta koji - unatoč imobilizaciji - zadržava pravno vlasništvo vrijednosnih papira.

[502] O „pravnom" odnosno registriranom vlasništvu Cede & Co. nad vrijednosnim papirima koje DTC drži na pohrani za svoje članove v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 18. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 123, 159; Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 325. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 40. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 32. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 263., 265. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 193. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 24. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 247. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 177. – 178. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 110. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-002.

[503] Za povjereničko ograničenje formalnog vlasničkog položaja Cede & Co v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 160.

[504] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 680. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 204. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 175. – 176. Za tezu da institut ovlasti na vrijednosne papire ne počiva na institutu povjerenstva v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 48. Rogers, James S., The Revision, *op.cit*. (bilj. 46), str. 64. O nepostojanju razdiobe na pravno i pravično vlasništvo kod ovlasti na vrijednosne papire v. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 316. – 317.

[505] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 200.

stoga što omogućuje razdvajanje vlasništva od kontrole nad netjelesnim stvarima ne iziskujući pritom razdvajanje pravnog od pravičnog prava.[506]

Ovlast na pojedinoj kariki skrbničkog lanca samostalna je i neovisna od ovlasti na bilo kojoj drugoj kariki skrbničkog lanca.[507] Neovisno o tome što sve ovlasti u skrbničkom lancu ekonomsku vrijednost crpe iz istih vrijednosnih papira koje neposredno drži intermedijer na najvišoj kariki, svaka od tih ovlasti usredotočena je na intermedijera koji ju je kreirao neraskidivo je svezavši uz račun koji vodi.[508] Zbog toga su moguće međusobno nepovezane i neuvjetovane transakcije, koje se namiruju na različitim karikama skrbničkog lanca.[509] Zbog toga je moguće i da ovlast na nižoj kariki skrbničkog lanca nastane i postoji unatoč izostanku pokrića u vidu ovlasti na višoj kariki skrbničkog lanca.[510]

Ovlast na pojedinoj kariki skrbničkog lanca samostalna je i neovisna od vlasništva vrijednosnih papira na najvišoj kariki skrbničkog lanca. Riječ je o pravima različite naravi, koja su zasebni objekti pravnog prometa.[511] Pravna sudbina nije im jednaka ni međusobno uvjetovana. Za razliku od vlasništva, ovlast ne daje neposrednu pravnu vlast na vrijednosnim papirima. Kako je riječ o posrednom pravu, raspolaganje ovlašću nije povod za promjenu vlasništva vrijednosnih papira.[512] Ne može biti govora o „različitim oblicima iste stvari".[513] Samostalnost i neovisnost ta dva prava rezultiraju različitim identitetom njihovih nositelja. Za razliku od ovlasti, koje se – osim intermedijera – domoći može i ulagatelj, vlasništvo posredno držanih vrijednosnih papira rezervirano je za središnji depozitorij (DTC) odnosno njegovog

---

[506]. Khimji, Mohamed F, The Role, *op.cit*. (bilj.8), str. 100. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 155.
[507] Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 281. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 32. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 176.
[508] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 205. *Schwarcz* i *Benjamin* posredno držanje vrijednosnih papira metaforički ilustriraju ruskim babuškama. Biser smješten u utrobi najmanje babuške simbolizira vrijednosne papire koji pripadaju intermedijeru na najvišoj razini. Svaka babuška, koja simbolizira pravo glede vrijednosnih papira odnosno ovlast, samostalna je i odvojena od druge babuške unatoč tome što njezina vrijednost proizlazi iz vrijednosti bisera sadržanog u utrobi najmanje od njih. Svaka babuška naslanja se samo na neposredno manju i neposredno veću babušku, poput intermedijera koji su u ugovornom odnosu isključivo s onim na neposredno višoj i onim na neposredno nižoj razini. O tome v. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 311.
[509] Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 43.
[510] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 247.
[511] Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 272. de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 198. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 195., 225. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 44. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 361. Za kritiku takvog poimanja ulagateljevog prava iz perspektive švicarskog prava v. Khimji, Mohamed F., The Role, *op.cit*. (bilj.8), str. 97.
[512] Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 40., 44. Nakon pohrane globalne isprave u DTC i upisa Cede & Co kao dioničara, rezultat burzovne trgovine „prijenos" je ovlasti na vrijednosne papire, a ne vlasništva dionica. O tome v. i Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 2. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 105., 110.
[513] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 428. Do takvog zaključka *Schroeder* je došla uspoređujući materijalizirani vrijednosni papir, koji intermedijer isporuči ovlašteniku ispunjavajući svoju obvezu iz odredbe § 8-508 UCC 1994, s ovlašću temeljem koje je ovlaštenik zahtijevao isporuku.

predstavnika (Cede & Co).[514] Osim što pripadaju različitim osobama, vlasništvo i ovlast evidentiraju se na različitim mjestima. Za razliku od ovlasti, koja se upisuje u evidencije neposrednog intermedijera, vlasništvo se upisuje u registar izdavatelja.[515]

Za nastanak ovlasti na vrijednosne papire dovoljan je pripis na ovlaštenikov račun vrijednosnih papira (§ 8-501(b)(1) UCC 1994). Iako konstitutivan, pripis nije nužan.[516] I bez pripisa ovlast može nastati intermedijerovim primitkom financijske imovine od osobe ili stjecanjem financijske imovine za osobu i, u oba slučaja, njezinim prihvaćanjem radi pripisa na račun te osobe (§ 8-501(b)(2) UCC 1994) ili nastankom obveze intermedijera temeljem drugog zakona, propisa ili pravila da provede pripis financijske imovine na račun te osobe (§ 8-501(b)(3) UCC 1994).[517] Nastanak ovlasti američko pravo ne uvjetuje postojanjem pokrića.[518] Provedbom pripisa i nastankom obveze intermedijera da provede pripis ovlast nastaje čak i ako intermedijer ne drži financijsku imovinu (§ 8-501(c) UCC 1994). Zakonska obveza držanja financijske imovine (§ 8-504 UCC 1994) posljedica je, a ne povod za nastanak ovlasti.[519]

Kreiranje ovlasti na svakoj kariki skrbničkog lanca, koje su samostalne i neovisne od vlasništva vrijednosnih papira na najvišoj kariki skrbničkog lanca, nužno stvara nesklad između količine tako kreiranih ovlasti, koja ovisi o duljini skrbničkog lanca, i količine izdanih vrijednosnih papira, koja je unaprijed poznata i nepromjenjiva.[520] Što je lanac dulji nesklad je veći. Sa svakom novom karikom količina ovlasti uvećava se za količinu vrijednosnih papira. Razdvajanjem ovlasti od vlasništva stvoren je novi vid imovine kojim intermedijeri mogu raspolagati, što pozitivno djeluje na tržišnu likvidnost.[521] Po mišljenju *Haentjensa*, multipliciranje ovlasti u odnosu na količinu izdanih vrijednosnih papira ne razvodnjuje

[514] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 186; *Rögner* govori o nominalnom vlasničkom položaju Cede & Co (njem. *die nominelle Eigentümerstellung von Cede & Co.*). Pravilima DTC-a status registriranog imatelja svih vrijednosnih papira deponiranih kod DTC rezerviran je za Cede & Company. O tome v. Donald, David C., *op.cit.* (bilj. 5), str. 24. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 17. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 236. - 237., 247.

[515] O vlasništvu dionica i upisu u tzv. „popis dioničara" (engl. *shareholder list*) v. Guttman, Egon; Lemke, Thomas P., *op.cit*. (bilj. 15), str. 402. – 403. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 170.

[516] Za konstitutivnost pripisa v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd.128; Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 295. *Contra* Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 52., koja smatra da se pripisom ovlast samo dokazuje.

[517] Za nastanak ovlasti dovoljno je predati intermedijeru u posjed ispravu o vrijednosnom papiru, koja je indosirana u njegovu korist ili sadrži blanko indosament (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 681.) ili dati intermedijeru nalog za kupnju određene financijske imovine i platiti kupoprodajnu cijenu uvećanu za popratne troškove (Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 86., Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 12.). O nastanku ovlasti prije provedbe pripisa v. i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 197. – 198. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.51.

[518] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 681. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 166; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 238. Za razloge koji opravdavaju takvo neuvjetovanje v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 198.

[519] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 198.

[520] de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 203.

[521] de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 198.

ulagateljev položaj jer ovlast ne daje pravo koje bi bilo neraskidivo povezano s pojedinačno određenim vrijednosnim papirom.[522]

Američko pravo izrijekom zabranjuje pljenidbu na višoj razini.[523] Do dužnikovog prava na ovlasti na vrijednosne papire vjerovnik može doći samo pravnim postupkom protiv intermedijera koji vodi dužnikov račun vrijednosnih papira (§ 8-112(c) UCC 1994). Iznimno, ako se ovlast na vrijednosne papire vodi na ime dužnikovog osiguranog vjerovnika, dužnikovog prava vjerovnik se može domoći pravnim postupkom pokrenutim protiv tog osiguranog vjerovnika (§ 8-112 (d) UCC 1994).

3.4 Švicarsko pravo

Do stupanja na snagu FISA-e ulagatelje koji su vrijednosne papire držali posredstvom skrbnika („deponente“)[524] švicarsko pravo smatralo je suvlasnicima zbirnog portfelja zamjenjivih vrijednosnih papira o kojima su izdane pojedinačne isprave (čl. 973*a* st. 2. r. 1. OR) odnosno globalne isprave (čl. 973*b* st. 2. r. 2. OR).[525] Suvlasništvo (njem. *Miteigentum nach Bruchteilen*) stečeno miješanjem vrijednosnih papira položenih na zbirnu pohranu donekle se razlikovalo od „standardnog“ suvlasništva iz čl. 646. *et seq.* ZGB. Pravna književnost poznaje ga kao „izmijenjeno labilno suvlasništvo“ (njem. *modifiziertes labiles Miteigentum*).[526] Ono je „izmijenjeno“ jer su - za razliku od odnosa među suvlasnicima - pravni odnosi među ulagateljima, koji ne znaju jedni za druge, samo teoretski. Ono je „labilno“ jer je svaki ulagatelj mogao zahtijevati razvrgnuće i isporuku odgovarajuće količine vrijednosnih papira bez sudjelovanja ili suglasnosti ostalih suvlasnika (čl. 973*a* st. 3. OR). Pravo svakodobno zahtijevati isporuku nije se odnosilo na upravo one vrijednosne papire koje je ulagatelj položio na zbirnu pohranu, već na odgovarajući dio zbirnog portfelja (tzv. globalnog depozita).[527] Za

[522] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 196.
[523] Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10. – 11. *Keijser* i *Mooney Jr*. zagovaraju relaksaciju zabrane u skladu s čl. 22. Ženevske konvencije.
[524] Iako iz zakonskog teksta proizlazi da suvlasništvo stječu deponenti, treba ga - ako je riječ o različitim osobama - tumačiti tako da suvlasnicima postaju dotadašnji vlasnici deponiranih vrijednosnih papira. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 346.
[525] Pravni položaj ulagatelja nije se razlikovao ovisno o tome jesu li o vrijednosnim papirima izdane pojedinačne ili zbirna isprava. Sukladno odredbi čl. 973*b* st. 2. r. 3. OR, na položaj i prava suvlasnika globalne isprave na odgovarajući način primjenjuje se odredba čl. 973*a* st. 2. OR. O tome v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*b* CO Rd. 9 - 10; Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 12; Kuhn, Hans, *op.cit.* (bilj. 5), Prel. Cmts FISA Rd. 5; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 73, 118; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 290. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 201., 203. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 410.
[526] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 8, Art. 973*a* CO Rd. 9 - 10; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts FISA Rd. 3; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 65; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 292. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 100. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 194. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 203. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 399. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 91.
[527] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*a* CO Rd. 12; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 92

određivanje suvlasničkog dijela relevantan je bio nominalni iznos odnosno, kod vrijednosnih papira bez nominalnog iznosa, količina (čl. 973*a* st. 2. r. 2. OR).

O posrednom držanju vrijednosnih prava u švicarskom pravu nije bilo spomena do stupanja na snagu FISA-e. Kodificiravši izdavanje jednostavnih vrijednosnih prava (čl. 973*c* OR) zakonodavac je propustio urediti mogućnost njihove imobilizacije. Pravna praznina popunjena je stupanjem na snagu FISA-e (čl. 6. st. 1. t. c. FISA).

Od stupanja na snagu FISA-e, ulagatelje koji vrijednosne papire odnosno vrijednosna prava drže posredstvom skrbnika švicarsko pravo smatra imateljima knjižnih efekata (njem. *Bucheffekten*).[528] Unatoč postojanju zakonske definicije (čl. 3. st. 1. FISA), o knjižnim efektima u pravnoj književnosti intenzivno se raspravlja.

Veći dio doktrine knjižne efekte smatra novom, zakonom ustanovljenom vrstom subjektivnog prava.[529] Razlike u vrsti i pravnom režimu pokrića za knjižne efekte ne dovode do razlika među knjižnim efektima.[530] Knjižni efekti u podlozi kojih su imobilizirani vrijednosni papiri jednaki su onima koji počivaju na imobiliziranim vrijednosnim pravima. Ono što može dovesti do razlika među knjižnim efektima lokacija je imobiliziranih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava.[531] Uz domaće vrijednosne papire pohranjene odnosno domaća vrijednosna prava upisana u Švicarskoj, pokriće za knjižne efekte mogu biti i strani financijski instrumenti koji su pohranjeni ili upisani u inozemstvu. Uvjet za to je da po stranom pravu takvi financijski instrumente imaju usporedivu funkciju onoj, koju po švicarskom pravu

[528] Za vrijednosna prava u švicarskom pravu *supra* u bilj. 109. O razlici u značenju pojma knjižni efekti u njemačkom i švicarskom pravu v. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 122., 143. U njemačkom pravu pojmovi knjižni efekti i vrijednosna prava koriste se kao sinonimi.

[529] U pravnoj književnosti knjižne efekte naziva se „novom vrstom pravno zaštićenog dobra" (njem. *Rechtsgut*; engl. *legal category of assets*) (Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 4), „novom vrstom imovine (engl. *new kind of property*)" (Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts FISA Rd. 15; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10.), odnosno „novom vrstom netjelesne imovine" (engl. *new type of intangible property*) (Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 1 Rd. 12; Thévenoz, Luc, New legal concepts regarding the holding of investment securities for a civil law jurisdiction: the Swiss Draft Act, Uniform law review, 2005, vol. NS 10, no. 1/2 (u daljnjem tekstu: Thévenoz, Luc, New legal concepts), str. 307.).

[530] Pravno osamostaljivanje knjižnih efekata omogućuje prevladavanje razlika u pravnoj naravi i pojavnom obliku vrijednosnih papira i vrijednosnih prava, koje su smetnja za njihovo podvrgavanje jedinstvenom pravnom režimu. Za knjižne efekte vrijedi posebno pravno uređenje, na primjenu kojeg ne utječe vrsta, rod ni oblik onoga što im stoje u podlozi. Iz perspektive FISA-e potpuno je irelevantno jesu li u podlozi knjižnih efekata imobilizirani vrijednosni papiri (i ako da, je li riječ o zbirno pohranjenim pojedinačnim ispravama ili globalnoj ispravi) ili imobilizirana vrijednosna prava. O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 11; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 1, 14; Art. 1 Rd. 4, 7; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 144; Thévenoz, Luc, New legal concepts, *op.cit*. (bilj. 529), str. 307. – 308. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 294. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 196. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 20.

[531] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 331.

imaju vrijednosna prava odnosno vrijednosni papiri (čl. 3. st. 1bis FISA).[532] Po mišljenju *Steinera*, i u tom slučaju riječ treba biti o zamjenjivim (ne nužno i slobodno prenosivim) tražbinama ili članskim pravima.[533] Ovisno o lokaciji, razlikovati se mogu narav i sadržaj knjižnih efekata.

Za razliku od većine, *Steiner* knjižne efekte ne smatra pravom već „kvalificiranom uknjižbom" (njem. *qualifizierte Buchung*).[534] Po njegovom mišljenju, knjižni efekti nisu - kao što to izrijekom proizlazi iz zakonskog teksta[535] - zamjenjive tražbine ili članska prava prema izdavatelju.[536] Takve tražbine ili članka prava knjižni efekti samo predstavljaju.[537] *Steiner* smatra da su knjižni efekti kod posrednog držanja ono što su kod neposrednog držanja isprave o vrijednosnim papirima.[538] Kao što isprava nije isto što i utjelovljeno pravo, tako ni knjižni efekti nisu isto što i prava koja predstavljaju. Kao što posjednik isprave nije nužno nositelj utjelovljenog prava, tako ni imatelj računa nije nužno nositelj prava predstavljenih knjižnim efektima na tom računu.[539] Poput isprava, knjižni efekti samo su medij koji služi da ta prava brzo i efikasno cirkuliraju u pravnom prometu. Ono što knjižni efekti omogućuju raspolaganje je pravima preknjižbama po posebnom pravnom režimu. Osim što je *de facto* riječ o upisu na račun vrijednosnih papira, knjižne efekte *Steiner* smatra u bitnome zakonom oblikovanim pravnim odnosom između imatelja računa i skrbnika.[540] Iz tog odnosa, koji se uspostavlja pripisom, proizlazi tražbina imatelja računa prema skrbniku.[541] Osim pripisa, s kojim je tražbina neraskidivo povezana, za njezin nastanak potrebna je i odgovarajuća volja imatelja računa.[542]

---

[532] O tome prije stupanja na snagu FinfraG v. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 107. O tome nakon stupanja na snagu FinfraG v. Steiner, Florian Louis, Zur Revision des Bucheffektengesetzes, GesKR 3/2016, str. 336.

[533] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 19. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 336. – 337. U tom slučaju, tražbine i članska prava ne trebaju biti usmjereni prema izdavatelju.

[534] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 31. *et seq*. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 338. – 339., 341.

[535] O neujednačenom korištenju definiranog pojma u zakonskom tekstu v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 33. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 341. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 125, 239.

[536] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 48. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 339. O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 125.

[537] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 35., 49., 55., 100. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 339., 341.

[538] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 32. Slično i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 144 – 145, koja knjižne efekte prikazuje kao „novo pakiranje" prava. Tako i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 450. – 451., koji govori o promjeni forme tražbina i članskih prava u trenutku provedbe pripisa. *Cf*. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 235, koji tvrdi da pripis kod knjižnih efekata ima istu funkciju kao isprave kod vrijednosnih papira.

[539] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 30. Provedbom pripisa na stjecateljev račun otuđitelj ostaje bez prava iako zadržava knjižne efekte (koji predstavljaju ta prava) sve do provedbe terećenja njegovog računa.

[540] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 43. – 45., 49.

[541] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 44.

[542] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 44. - 45.

Poput većine, a za razliku od *Steinera*, *Beeler* knjižne efekte smatra pravom. Za razliku od većine, *Beeler* ne misli da je riječ novoj vrsti prava ustanovljenoj zakonom.[543] Po njegovom mišljenju koje se uvelike oslanja na zakonsku definiciju pojma, knjižni efekti prava su iz vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava, koja nakon imobilizacije tih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava podliježu posebnom zakonskom režimu. Budući da su – kako to izrijekom proizlazi iz zakona – knjižni efekti tražbine ili članska prava prema izdavatelju, imatelj im može biti isključivo ulagatelj. Pripisom na račun vrijednosnih papira knjižni efekti nastaju samo ako je riječ o ulagateljevom računu. Ako račun pripada skrbniku pripis također djeluje konstitutivno, ali ne u odnosu na knjižne efekte već za tražbine skrbnika prema podskrbniku iz ugovora od depozitu.[544]

Narav knjižnih efekata shvaćenih kao pravo prema izdavatelju u podlozi kojih su vrijednosni papiri pohranjeni odnosno vrijednosna prava upisana u Švicarskoj predmet je prijepora u švicarskoj pravnoj književnosti.[545] Prevladava uvjerenje kako nije riječ ni o stvarnom pravu – poput suvlasništva vrijednosnih papira – ni o obveznom pravu – poput vrijednosnih prava – već o pravu *sui generis*.[546] Svojevrsnost knjižnih efekata posljedica je njihovih obilježja, koja karakteriziraju prava različite (*i.e.* stvarnopravne odnosno obveznopravne) naravi.[547] Veći dio doktrine (*e.g. Guillaume*, *Steinauer, Thévenoz*, *Foëx*) knjižne efekte smatra bliskijim stvarnim nego obveznim pravima.[548] Poimanje knjižnih efekata kao „posebne vrste stvarnog prava ulagatelja“ *Thévenoz* opravdava svrhom (čl. 1. st. 2. FISA) i sadržajem zakonskog uređenja, koje im – po njegovom mišljenju – daje „bitno drugačiji status

[543] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 232
[544] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 238 - 239, 298
[545] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 49; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 143. Za različita shvaćanja v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 114 *et seq*.
[546] O knjižnim efektima kao pravima *sui generis* v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts FISA Rd. 15; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Conflict of Laws – Prel. Remarks Rd. 11; Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 18; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 8; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 444. Za kritiku svrstavanja knjižnih efekata među prava *sui generis* v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 1 Rd. 13. O sličnostima i razlikama knjižnih efekata i vrijednosnih prava v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 18. Među sličnostima prednjači nastanak upisom.
[547] Za *Steinauerov* stav o raznovrsnim obilježjima knjižnih efekata v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 49. O knjižnim efektima kao novoj vrsti izmiješanog prava obveznopravne i stvarnopravne naravi v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10. O knjižnim efektima kao novom imovinskom objektu svoje vrste (njem. *ein neues Vermögensobjekt sui generis*) s obilježjima stvari i tražbine v. Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1072. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 103. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 122. Za kritiku takve, po njegovom mišljenju, teško pojmljive hibridne konstrukcije v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 34.
[548] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Conflict of Laws – Prel. Remarks Rd. 11; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 48, 49; Foëx, Bénédict, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 29 Rd. 1; O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 115.

od običnih tražbina“.[549] To što im (neposredni) objekt nisu (tjelesne) stvari samo po sebi nije smetnja za apsolutni učinak, čemu svjedoče prava intelektualnog vlasništva.[550] Izuzme li se tjelesnost, knjižni efekti imaju sva obilježja vrijednosnih papira.[551] Među apsolutna prava knjižne efekte svrstava i *Kuhn*.[552] Po mišljenju *Graham-Siegenthaler*, pravni položaj ulagatelja koji na svom računu vrijednosnih papira ima knjižne efekte treba - u mjeri u kojoj je to moguće - izjednačiti s položajem vlasnika pokretnine.[553] Relativnim pravom knjižne efekte smatra *Beeler*.[554] Po njegovom mišljenju, učinak *inter partes* proizlazi iz zakonske definicije knjižnih efekata (čl. 3. st. 1. FISA). Kako je riječ o tražbinama ili članskim pravima prema izdavatelju, knjižni efekti ne djeluju – poput apsolutnih prava – prema svima. Po mišljenju *Beelera*, ograničeni učinak knjižnih efekata ulagatelje ne izvrgava kreditnom riziku skrbnika jer ih potonji ne stječe (čime bi dospjeli na dohvat njegovih vjerovnika) već samo posreduje pri njihovom ostvarenju.

Bliskost knjižnih efekata stvarnim pravima posljedica je učinka prema trećima, zaštite poštenih stjecatelja, kronološkog formiranja redoslijeda prvenstva u slučaju višekratnog raspolaganja i izlučivosti iz likvidacijske mase onog tko ih je stekao bez osnove.

Za razliku od običnih tražbina, koje djeluju isključivo *inter partes*, knjižni efekti proizvode pravni učinak prema skrbniku i svakoj trećoj strani; oni su izvan dohvata ostalih skrbnikovih vjerovnika (čl. 3. st. 2. FISA).[555] Takav učinak ne dopušta da imovina ulagatelja postane dio skrbnikove stečajne mase ni predmet ovrhe protiv skrbnika.

---

[549] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 42, 49; Sukladno odredbi čl. 1. st. 2. r. 1. FISA-e, FISA štiti vlasništvo (engl. *property rights*; njem. *Eigentumsrechte*) ulagatelja. Takvo poimanja knjižnih efekata (*i.e.* kao posebne vrste stvarnog prava) ne uživa jednoglasnu podršku doktrine. Uskraćuje je *inter alios Piotet*. Za ekstenzivno tumačenje pojma „vlasništvo“ tako da obuhvati sva imovinska prava, uključivo ona obveznopravne naravi v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 140.

[550] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 4; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 1 Rd. 12

[551] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 8; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 108; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 196.

[552] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 1

[553] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 1 Rd. 13. Slabije pravne učinke knjižnih efekata od tradicionalnih stvarnih prava *Graham-Siegenthaler* obrazlaže osobitostima i složenošću sustava posrednog držanja. Po njezinom mišljenju, učinci su bili takvi i prije stupanja na snagu FISA-e, dok se ulagatelje smatralo suvlasnicima zbirnog portfelja vrijednosnih papira.

[554] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 230

[555] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 18 - 20; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 114; O takvom učinku kao razlikovnom obilježju knjižnih efekata spram običnih tražbina, od kojih su – zahvaljujući tom učinku - jači v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 443. Za „isključivi“ (*erga omnes*) učinak knjižnih efekata v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 338. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 45. *et seq*. Po mišljenju *Steinera*, odredba čl. 3. st. 2. FISA odnosi se na knjižne efekte u smislu kvalificirane uknjižbe, a ne na prava prema izdavatelju koja takva uknjižba predstavlja. Budući da pripadaju ulagatelju, ta prava po naravi stvari ne mogu biti predmet ovrhe protiv skrbnika ni dio skrbnikove stečajne mase. *Erga omnes* učinak knjižnih efekata namijenjen je zaštiti odnosa između imatelja računa i skrbnika, koji je uspostavljen pripisom, od zadiranja trećih osoba. Knjižni

Za razliku od putativnih stjecatelja običnih tražbina, koje švicarsko pravo ne štiti ako oni koji su raspolagali tim tražbinama za to nisu bili ovlašteni, stjecatelji knjižnih efekata i prava na knjižnim efektima u takvom slučaju uživaju zaštitu pod uvjetom da su ispunili protučinidbu i postupali u dobroj vjeri (čl. 29. st. 1. t. a. FISA).[556] Pod tim istim uvjetom švicarsko pravo štiti stjecatelje knjižnih efekata i prava na knjižnim efektima u slučaju storniranja pripisa na račun vrijednosnih papira onih koji su raspolagali knjižnim efektima (čl. 29. st. 1. t. b. FISA).

Kao što je to kod stvarnih prava načelno slučaj, kod višekratnog raspolaganja knjižnim efektima ili pravima na knjižnim efektima, pravo stečeno ranijim raspolaganjem u prednosti je pred pravima stečenim kasnijim raspolaganjima (čl. 30. st. 1. FISA).[557]

Za razliku od običnog imatelja kondikcijskog zahtjeva, koji u potpunosti snosi rizik stečaja stjecatelja bez osnove, onaj koji je neosnovano lišen knjižnih efekata ovlašten je zahtijevati izlučenje odgovarajuće količine ekvivalentnih knjižnih efekata iz stjecateljeve likvidacijske mase u mjeri u kojoj se ona tamo zatekne (čl. 29. st. 3. FISA). Takvo (*i.e.* izlučno) pravo, koje inače pripada vlasnicima stvari u posjedu stečajnog dužnika, ojačava tražbinu „osiromašene strane“ za povratni prijenos knjižnih efekata privilegirajući je spram tražbina ostalih vjerovnika stjecatelja u stečaju.[558]

Među obilježja knjižnih efekata koja su svojstvena običnim tražbinama spadaju ograničena ostvarivost *ratione personae* (*i.e.* pasivna legitimacija skrbnika) i neograničena prenosivost (neovisno o (ne)postojanju pravne osnove za prijenos i (ne)poštenju stjecatelja).

Poput tražbina, koje vjerovnik može ostvariti samo od svog dužnika, a za razliku od stvarnih prava, koja njihov nositelj može isticati prema svima, knjižne efekte ulagatelj može ostvariti samo preko svog skrbnika s kojim je u obveznopravnom odnosu (čl. 13. st. 2. FISA).[559] Pravni učinak koji proizvode „prema svakoj trećoj strani“ – kako to izrijekom proizlazi iz odredbe čl. 3. st. 2. FISA – u službi je zaštite knjižnih efekata od zahvata skrbnikovih

efekti izvan su njihovog dohvata čak i ako polažu pravo na pravima koja ti knjižni efekti predstavljaju. O učinku knjižnih efekata prema trećima v. i Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 96. *et seq*.

[556] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 116; O nezaštićenosti poštenih stjecatelja običnih tražbina po švicarskom pravu v. Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 1.

[557] Po mišljenju *Pioteta*, kronološki redoslijed prvenstva obilježje je stvarnog, a ne obveznog prava, v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 47.

[558] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 46; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 713 – 714; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 490. Takvo pravo može imati važnu ulogu u praksi u slučajevima kad stečaj stjecatelja preduhitri i osujeti ispunjenje kondikcijskog zahtjeva. O stvarnopravnom ojačavanju te tražbine v. i Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 156.

[559] Pasivna legitimacija neposrednog skrbnika ne znači da je on ujedno dužnik prava odnosno tražbina sadržanih u knjižnim efektima. Od neposrednog skrbnika ulagatelj ostvaruje prava i tražbine koje duguje izdavatelj. Ta podjela uloga objašnjava odabir pojma „posredstvom“ u odredbi čl. 13. st. 2 FISA. Usmjerenost prava i tražbina prema izdavatelju stavlja skrbnika u ulogu posrednika pri njihovom ostvarenju.

vjerovnika. Zbog nemogućnosti ostvarenja od bilo koje treće strane (*i.e.* svakog tko nije skrbnik s kojim je ulagatelj u obveznopravnom odnosu), ne može biti govora o *erga omnes* učinku knjižnih efekata.

Uz pasivnu legitimaciju, među obveznopravna obilježja knjižnih efekata spada i mogućnost njihovog neosnovanog prijenosa trećoj, čak i nepoštenoj strani. Za razliku od stvarnih prava, koja mimo volje nositelja mogu prijeći isključivo poštenom stjecatelju, prelazak knjižnih efekata za koji ne postoji valjana pravna osnova moguć je neovisno o stjecateljevom poštenju.[560] Kao u slučaju miješanja novca različitih osoba (čl. 641. ZGB), nezaštićeni stjecatelj bez osnove obvezan je prenijeti nazad odgovarajuću količinu ekvivalentnih knjižnih efekata u skladu sa zakonskim odredbama o stjecanju bez osnove (čl. 29. st. 2. r. 1. FISA).[561]

Za razliku od pravne naravi, sadržaj knjižnih efekata u podlozi kojih su vrijednosni papiri pohranjeni odnosno vrijednosna prava upisana u Švicarskoj izrijekom uređuje zakon. Knjižni efekti zamjenjive su tražbine (engl. *personal rights*; njem. *Forderungsrechte*) ili zamjenjiva članska prava (engl. *corporate rights*; njem. *Mitgliedschaftsrechte*) prema izdavatelju koja su pripisana na račun vrijednosnih papira i kojima imatelj računa može raspolagati u skladu s odredbama FISA-e (čl. 3. st. 1. FISA).[562]

Sadržajno, knjižni efekti bitno se ne razlikuju od prava iz zamjenjivih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava.

Poput prava iz vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava, knjižni efekti mogu biti tražbine ili članska prava.[563] Knjižni efekti su tražbine kad su im u podlozi imobilizirani dužnički vrijednosni papiri odnosno vrijednosna prava. Knjižni efekti članska su prava kad su im u podlozi vlasnički vrijednosni papiri odnosno vrijednosna prava.

---

[560] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 20; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 280 - 281, 694; *contra* Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 189, koja smatra da se u takvom slučaju ne mijenja pripadnost knjižnih efekata.

[561] Nepoštenje putativnog stjecatelja onemogućilo bi stjecanje stvarnog prava od nevlasnika odnosno neovlaštenika. Knjižne efekte nepoštena osoba može valjano steći ali će ih – ako ih je stekla bez osnove – biti obvezna vratiti. U slučaju miješanja zamjenjivih pokretnih stvari različitih osoba, dotadašnji vlasnik postaje suvlasnik pomiješanih stvari (čl. 727. ZGB). O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 43), Art. 3 Rd. 45; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 116.

[562] Zakonski sadržaj knjižnih efekata doktrina proteže na zamjenjiva hibridna prava i zamjenjiva prava iz sekuritiziranih izvedenih financijskih instrumenata. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 337. – 338.

[563] Tražbine i članska prava ne uređuje FISA već obvezno pravo i/ili pravo trgovačkih društava, v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 1, 14, 16; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 1 Rd. 8; O tim tražbinama i članskim pravima podrobnije v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 14.

Da bi mogli biti knjižni efekti, tražbine i članska prava trebaju biti zamjenjivi.[564] Nezamjenjivost bi onemogućila prijenos s računa na račun određene količine knjižnih efekata odnosno knjižnih efekata određenog nominalnog iznosa.[565]

Doktrina je podijeljena oko toga trebaju li tražbine i članska prava – osim što trebaju biti zamjenjivi – biti i slobodno prenosivi.[566] Po mišljenju *Thévenoza*, slobodna prenosivost potrebna je da bi se knjižnim efektima moglo raspolagati u skladu s odredbama FISA-e.[567] Budući da je takva mogućnost njihovo zakonsko obilježje (čl. 3. st. 1. t. b. FISA), o knjižnim efektima ne može biti govora ako tražbine i članska prava nisu slobodno prenosivi. Po mišljenju *Beelera*, slobodna prenosivost nužna je zbog konstitutivnosti pripisa i potrebe da provedeni pripis vjerno odražava stvarni pravni položaj.[568] Bilo bi – smatra *Beeler* – sistemski rizično kad bi učinak raspolaganja, uz provedbu pripisa, ovisio o ispunjenju dodatnih uvjeta poput ishođenja prethodne suglasnosti. Oprečnog je mišljenja *Steiner*, koji – upirući u odredbu čl. 24. st. 4. FISA – smatra da knjižni efekti mogu sadržavati i prava koja nisu slobodno prenosiva.[569]

Poput prava iz vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava, knjižni efekti tražbine su ili članska prava prema izdavatelju (u potonjem slučaju, imobiliziranih) vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava. Nastanak knjižnih efekata ne utječe na prava ulagatelja prema izdavatelju (čl. 13. st. 1. FISA).[570] Imobilizacija ne prekida direktan odnos izdavatelja i ulagatelja već ga samo raslojava interpolirajući skrbnike koji prava ne stječu već samo posreduju pri njihovom ostvarenju.[571] Ostvarivost knjižnih efekata samo preko skrbnika koji ih

---

[564] O zamjenjivosti u švicarskom pravu v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 24 – 25; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 105. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 15. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 16

[565] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 23; Zbog toga su, po mišljenju *Thévenoza*, nezamjenjive tražbine i nezamjenjiva članska prava neprikladni za sustav posrednog držanja. Po tom pitanju FISA i Ženevska konvencija nisu terminološki usklađene. Ono za što se u odredbi čl. 23. st. 1. FISA-e koristi sintagma „iste vrste" (engl. *of the same kind*) u odredbi čl. 1. t. (j) Ženevske konvencije koristi se istoznačna sintagma „istog opisa" (engl. *of the same description*).

[566] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 15

[567] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 34

[568] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 17

[569] Steiner, Florian Louis, *op.cit.* (bilj. 500), str. 16. O zakonskoj (čl. 24. st. 4. FISA) mogućnosti nastanka knjižnih efekata temeljem vinkuliranih dionica usprkos tome što nisu slobodno prenosive v. i Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 39.

[570] Odredbu čl. 13. st. 1. FISA-e *Kuhn* (Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 4) smatra vrlo bliskom odredbi čl. 8. st. 1. Ženevske konvencije, koja propisuje da - osim u slučaju iz čl. 29. st. 2. - Ženevska konvencija ne utječe ni na jedno pravo imatelja računa prema izdavatelju vrijednosnih papira. Za usklađenost odredaba čl. 13. st. 1. FISA-e i čl. 8. st. 1. Ženevske konvencije v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 307. Po mišljenju *Steinera*, odredba čl. 13. st. 1. FISA pokazatelj je pravne samostalnosti knjižnih efekata, s jedne strane, i prava prema izdavatelju, s druge strane. O tome v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 29.

[571] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 8 *et seq*.; Jedna od praktičnih posljedica takvog pristupa mogućnost je prijeboja uzajamnih tražbina ulagatelja i izdavatelja ako su ispunjenje pretpostavke propisane odredbom čl. 120. OR-a. O direktnom odnosu ulagatelja i izdavatelja v. i Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 295. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 21. – 22. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 213. – 214, 229. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 442. – 443., 454. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 983.

je kreirao (čl. 13. st. 2. FISA) ne implicira usmjerenost njihovog sadržaja (*i.e.* tražbine ili članskih prava) prema tom skrbniku.[572] Raslojavanje *e.g.* dužničkovjerovničkog odnosa u slučaju dužničkih vrijednosnih papira onemogućuje vjerovnika da tražbinu ostvari direktno od dužnika, već isključivo posredstvom skrbnika.

Ono po čemu se knjižni efekti razlikuju od prava iz zamjenjivih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava pripis je tražbina odnosno članskih prava koja sadrže na račun vrijednosnih papira. Takav pripis konstitutivno djeluje na nastanak knjižnih efekata (čl. 6. st. 1. FISA).[573] Do njegove provedbe knjižni efekti ne postoje, usprkos možebitnoj imobilizaciji vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava. Iako predstavlja jedinu stvarnu evidenciju ulagateljeve imovine, račun vrijednosnih papira nije javni očevidnik.[574]

Od prava iz zamjenjivih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava knjižni efekti razlikuju se i s obzirom na identitet osobe od koje se mogu ostvariti. Za razliku od tih prava, knjižne efekte ulagatelji ne mogu ostvariti (direktno) od izdavatelja imobiliziranih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava koji su im u podlozi već samo posredstvom svog skrbnika (čl. 13. st. 2. FISA).

Od prava iz zamjenjivih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava knjižni efekti razlikuju se i po tome što – osim tih prava – mogu biti i ograničena stvarna prava na tim pravima. Iako to ne proizlazi iz njegove zakonske definicije (čl. 3. st. 1. FISA), pojam „knjižni efekti“ – poput pojma „posredovani vrijednosni papiri“ iz Ženevske konvencije – može po mišljenju doktrine označavati i prava glede vrijednosnih papira koja nastaju pripisom

---

[572] Knjižni efekti sadrže isključivo prava prema izdavatelju koja se mogu ostvariti samo preko skrbnika. Usmjerenost sadržanih prava isključivo prema izdavatelju razlikuje knjižne efekte od posredovanih vrijednosnih papira iz Ženevske konvencije, koji - osim prava prema izdavatelju - sadrže i prava prema skrbniku. O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 55. Ostvarivost samo preko skrbnika posljedica je zakonodavčevog propusta iskoristiti zakonom predviđenu mogućnost drugačijeg određivanja. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 29; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 142; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 455. Usmjerenost sadržanih prava isključivo prema izdavatelju bitno razlikuje knjižne efekte od ovlasti na vrijednosne papire iz čl. 8. UCC 1994, koje su usmjerene isključivo prema neposrednom intermedijeru. O tome v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 442.

[573] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 27; Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 8; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 2 Rd. 9; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 147; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 21; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 103. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 194., 196., 207. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 455. Zakonski tekst nije dosljedan po pitanju predmeta pripisa na račun. Dok odredba čl. 6. st. 1. t. a. FISA-e navodi na zaključak da su predmet pripisa vrijednosni papiri, iz odredbe čl. 3. st. 1. t. a. FISA-e proizlazi da se pripisuju zamjenjive tražbine i članska prava prema izdavatelju vrijednosnih papira. Povrh toga, ne podudaraju se ni verzije čl. 6. st. 1. FISA-e na različitim jezicima. Dok iz verzije na njemačkom jeziku proizlazi da su predmet pripisa globalne isprave, verzija na engleskom jeziku navodi na zaključak da se pripisuju prava iz globalnih isprava.

[574] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 30; U švicarskoj bankarskoj praksi takav račun nerijetko se naziva bankovnim depozitom (njem. *Depot*) ili depozitnim računom (njem. *Depotkonto*), v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 2 Rd. 11.

vrijednosnih papira na račun (čl. 1. t. (b) Ženevske konvencije).[575] Osim pripisanih tražbina i članskih prava ulagatelja prema izdavatelju, knjižni efekti može biti i *e.g.* založno pravo na takvim tražbinama ili članskim pravima nastalo pripisom na račun vrijednosnih papira založnog vjerovnika.

Narav i sadržaj knjižnih efekata u podlozi kojih su vrijednosni papiri pohranjeni odnosno vrijednosna prava upisana u inozemstvu ovisi o naravi i sadržaju prava stečenog pripisom na račun vrijednosnih papira švicarskog skrbnika kod stranog podskrbnika. Takav pripis u pravilu podliježe stranom pravu, koje se može suštinski razlikovati od švicarskog.[576] U tom slučaju, ulagatelj pripisom na svoj račun stječe barem jednaka prava onima koja je švicarski skrbnik stekao pripisom stranog podskrbnika na njegov račun (čl. 10. st. 2. FISA).[577] Ulagatelj nužno ne stječe jednaka prava onima koja bi stekao da su vrijednosni papiri odnosno vrijednosna prava imobilizirani u Švicarskoj jer – kako to navode *Kuhn* i *Segna* – „švicarski skrbnik ne može prenijeti više prava nego što ga sam ima ni drugačije pravo od onog koje ima".[578] Ako je narav skrbnikovog prava obveznopravna, ni knjižni efekti ne mogu biti stvarnopravne naravi. Ako po stranom mjerodavnom pravu polaganje vrijednosnih papira na pohranu prekida direktan odnos izdavatelja i (stranog) ulagatelja, ni odnos imatelja knjižnih efekata i (stranog) izdavatelja ne može biti direktan. Ako pripisom na skrbnikov račun vrijednosnih papira ne nastaje tražbina ili člansko pravo prema izdavatelju imobiliziranih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava, takav učinak ne može imati ni pripis na račun vrijednosnih papira ulagatelja. Usprkos tome što je za njega mjerodavno švicarsko pravo, pravni položaj ulagatelja može se uvelike razlikovati ovisno o stranom pravu, koje je mjerodavno za višu kariku skrbničkog lanca.[579] S druge strane, narav i sadržaj prava stečenog pripisom na račun vrijednosnih papira švicarskog skrbnika kod stranog podskrbnika ne utječu na način raspolaganja knjižnim efektima ni na zaštitu poštenih stjecatelja niti na obvezu skrbnika da

[575] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 53; Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 36. – 37.
[576] Usporedbi švicarskog i stranog prava pristupa se funkcionalno stavljajući težište na ishod i ne obazirući se na institute i konstrukcije korištene da se do njega dođe. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 27, 54, 59 - 62. Posebna važnost pridaje se temeljnim pravima iz čl. 9. Ženevske konvencije. Nepriznavanje nekog od njih od strane stranog prava povod je za primjenu odredbe čl. 10. st. 2. FISA-e.
[577] Uvjet za primjenu odredbe čl. 10. st. 2. FISA-e inkompatibilnost je švicarskog i stranog prava, bilo zbog drugačijih pravnih instituta, razlika u zakonskom okviru ili drugačijih operativnih postavki. Očiti slučaj inkompatibilnosti onaj je kad strano pravo uz pripis na račun ne veže stjecanje prava iz čl. 9. Ženevske konvencije. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 27, 60. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 508. – 509., 649.
[578] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 63; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 509. O tome v. i Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 108. Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1077. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 508. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 336.
[579] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 5, 66; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 331., 334.

primljene plodove imovinskih prava iz vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava proslijedi ulagatelju.[580]

Osim pripisa na račun vrijednosnih papira, nastanak knjižnih efekata – kojima pokriće nisu prava na računu vrijednosnih papira švicarskog skrbnika kod stranog podskrbnika - zahtijeva prethodnu imobilizaciju vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava. Imobilizacija je nužna kako ista prava ne bi usporedno cirkulirala u sustavu posrednog držanja i izvan njega.[581] Ne dovodeći u pitanje njihovo postojanje, imobilizacija onemogućuje sudjelovanje vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava u pravnom prometu.[582] Način na koji se imobilizacija provodi prilagođen je pojavnom obliku onoga što se imobilizira. Neovisno o tome jesu li o njima izdane pojedinačne ili globalna isprava, vrijednosni papiri imobiliziraju se polaganjem na (zbirnu) pohranu kod skrbnika (čl. 6. st. 1. t. a. i b. FISA).[583] Ono što je za vrijednosne papire polaganje na pohranu, za vrijednosna prava upis je u glavni registar skrbnika kad je riječ o jednostavnim vrijednosnim pravima (čl. 6. st. 1. t. c. FISA), odnosno prijenos na skrbnika u registru vrijednosnih prava kad je riječ o registarskim vrijednosnim pravima (čl. 6.

[580] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 65

[581] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Art. 973*c* CO Rd. 33; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 444. - 446. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 94. Zellweger-Gutknecht, Corinne, Monnerat, Lucien, *op.cit*. (bilj. 116), str. 12. Imobilizacija prethodi nastanku knjižnih efekata kako promjena načina držanja ne bi rezultirala inflacijom financijskih instrumenata u opticaju, v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 4. O imobilizaciji vrijednosnih papira kao pretpostavci za nastanak knjižnih efekata, v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 1, 4 i Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 1. O imobilizaciji vrijednosnih prava i posljedičnom zatvaranju registra u koji su upisana v. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 112. Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1074. Steiner, Christoph, Büchi, Raffael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 4.

[582] O opstojnosti vrijednosnih papira i vrijednosnih prava tijekom razdoblja imobilizacije svjedoči i mogućnost promjene oblika, i to na inicijativu izdavatelja ako drugačije ne proizlazi iz uvjeta izdanja ili izdavateljevog statuta, ili na inicijativu ulagatelja, ako i u mjeri u kojoj to proizlazi iz uvjeta izdanja ili izdavateljevog statuta. Sukladno odredbi čl. 7. st. 1. FISA-e, ako drugačije ne određuju uvjeti izdanja ili izdavateljev statut, izdavatelj može, u bilo koje vrijeme i bez suglasnosti imatelja računa, promijeniti zbirno pohranjene vrijednosne papire, globalne isprave ili vrijednosna prava, koji se drže ili su upisani kao podloga za knjižne efekte, u jednu od druge dvije forme. Izdavatelj snosi troškove takve promjene. Sukladno odredbi čl. 7. st. 2. FISA-e, u mjeri i kojoj to predviđaju uvjeti izdanja ili izdavateljev statut, imatelj računa može u svako doba od izdavatelja zahtijevati da mu dostavi onu količinu vrijednosnih papira određene vrste koja je jednaka količini knjižnih efekata te vrste pripisanih na njegov račun koji su nastali polaganjem na pohranu globalne isprave ili upisom vrijednosnih prava u glavni registar. Imatelj računa snosi trošak takve promjene, ako uvjeti izdanja ili izdavateljev statut ne određuje drugačije. Sukladno odredbi čl. 7. st. 3. FISA-e, skrbnik je obvezan osigurati da promjenom vrijednosnih papira ne dođe do promjene ukupne količine izdanih imovinskih i upravljačkih prava. Opstojnost vrijednosnih papira izrijekom konstatira i *Graham-Siegenthaler*, v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 27), Prel. Cmts CO Rd. 15, 21. O isključenju imobiliziranih vrijednosnih papira i vrijednosnih prava iz pravnog prometa v. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 104. Steiner, Christoph, Büchi, Raffael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 4. Dok su imobilizirani, ni vrijednosnim papirima ni vrijednosnim pravima ne može se raspolagati.

[583] Ne treba nužno biti riječ o švicarskim vrijednosnim papirima koji se polažu na pohranu. Bitno je da je riječ o zamjenjivim vrijednosnim papirima, neovisno o pravu po kojem su izdani, i da ih se položi na zbirnu pohranu kod skrbnika u smislu čl. 4. FISA-e. Odvojeno pohranjeni vrijednosni papiri ne mogu biti podloga za knjižne efekte. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 2 Rd. 8, 10, 15; Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 33

st. 1. t. d. i st. 3. FISA).[584] Glavni registar (njem. *Hauptregister*), koji vodi skrbnik radi imobilizacije jednostavnih vrijednosnih prava, razlikuje se od knjige vrijednosnih prava (njem. *Wertrechtebuch*), koji vodi njihov izdavatelj radi nastanka i originarnog stjecanja vrijednosnih prava.[585] Glavni registar drži se odvojeno od knjige vrijednosnih prava. Za svako izdanje jednostavnih vrijednosnih prava samo jedan skrbnik vodi glavni registar. Obično je to švicarski središnji depozitorij (SIX SIS AG), koji je ujedno i operater švicarskog sustava za namiru vrijednosnih papira (SECOM).[586] Glavni registar obvezno sadrži podatke o izdanju, količini i nominalnom iznosu izdanih jednostavnih vrijednosnih prava. Podatak o identitetu ulagatelja ne sadrži glavni registar već evidencija skrbnika koji vodi račun vrijednosnog papira tog ulagatelja.[587] Za razliku od knjige vrijednosnih prava, glavni registar javni je očevidnik (čl. 6. st. 2. r. 1. FISA).[588] Osim što omogućuje javnu dostupnost podataka o ukupnoj količini posredno držanih jednostavnih vrijednosnih prava, glavni registar služi skrbniku na najvišoj kariki za sravnjivanje (*i.e.* rekoncilijaciju).[589] Iako integritet sustava zahtijeva poznavanje svakodobne količine knjižnih efekata u opticaju, *Ammann* dvoji može li se to postići javnom dostupnošću podataka iz glavnog registra.[590] Istog je mišljenja i *Graham-Siegenthaler*.[591]

O pravnoj sudbini stvarnog prava na vrijednosnim papirima nakon njihovog polaganja na zbirnu pohranu u švicarskoj pravnoj književnosti postoje različita shvaćanja. Opstojnost tog prava i identitet njegovog nositelja nisu upitni. Imobilizacijom vrijednosnih papira stvarno pravo ne prestaje niti se prenosi skrbniku. Knjižne efekte ulagatelj stječe povrh, a ne umjesto stvarnog prava na vrijednosnim papirima. To ulagateljevo pravo nastanak knjižnih efekata ne dovodi u pitanje (čl. 13. st. 1. FISA). Kreirajući knjižne efekte provedbom pripisa na ulagateljev račun skrbnik ne stječe ni stvarno pravo na pohranjenim vrijednosnim papirima ni prava iz tih

[584] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 22; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 973*c* CO Rd. 36; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 141.
[585] O odnosu ta dva registra v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 973*c* CO Rd. 34; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 111. Steiner, Christoph, Büchi, Raffael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 3. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 444. *et seq*.
[586] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 23; Ne postoji formalna zapreka da glavni registar vodi neki drugi skrbnik, v. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 973*c* CO Rd. 37.
[587] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 24; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 973*c* CO Rd. 22, 38; Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1074. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit.* (bilj. 14), str. 110. Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 609. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 445.
[588] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 17, 19, 25; Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1074. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 110. – 111. Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 609.
[589] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 18; O publicitetnoj funkciji glavnog registra v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 444., 629.
[590] Neuvjeren u njegovu svrhovitost, *Ammann* zagovara svođenje zahtjeva za javnošću na minimum i njegovu neformalnu primjenu kako eventualno kršenje ne bi dovelo u pitanje valjanost nastanka knjižnih efekata, v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 25.
[591] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 973*c* CO Rd. 40

vrijednosnih papira.[592] Shvaćanja se u pravnoj književnosti razlikuju oko toga gubi li imobilizacijom vrijednosnih papira stvarno pravo status aktivnog sudionika pravnog prometa.[593] Po mišljenju većine, polaganje vrijednosnih papira na zbirnu pohranu dovodi do suspenzije stvarnog prava.[594] Iako zadržava svoje pravo, ulagatelj gubi mogućnost njime raspolagati. Umjesto pravom na vrijednosnim papirima, ulagatelj – dokle god su vrijednosni papiri na zbirnoj pohrani - može raspolagati knjižnim efektima. Poput većine, i *Chun* prepoznaje suspenzivno djelovanje imobilizacije. Ono po čemu se *Chunovo* mišljenje razlikuje objekt je suspenzije. Za razliku od većine, koja govori o suspenziji stvarnog prava, *Chun* smatra da polaganje vrijednosnih papira na zbirnu pohranu suspendira funkciju isprava koje su o njima izdane.[595] Po mišljenju *Chuna*, stvarno pravo nije suspendirano već i dalje sudjeluje u pravnom prometu tako što u stopu prati knjižne efekte. To što takve isprave više ne utjelovljuju prava odnosno tražbine nije razlog da one ne mogu biti predmet stvarnog prava i sudionik pravnog prometa.[596]

Koegzistencija knjižnih efekata i stvarnog prava na imobiliziranim vrijednosnim papirima te možebitna istovjetnost njihovih nositelja ne znači da je nužno riječ o povezanim ili međusobno uvjetovanim pravima. Knjižni efekti samostalni su i pravno neovisni od stvarnog prava na imobiliziranim vrijednosnim papirima. Iako nastaju imobilizacijom vrijednosnih papira, knjižni efekti – po mišljenju većeg dijela doktrine - slijede autonomni pravni put.[597] Riječ je o zasebnim objektima pravnog prometa, u kojem – kako tvrdi većina - ne sudjeluju istovremeno već naizmjenice. Knjižni efekti ne mogu se izjednačiti s vrijednosnim papirima

[592] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 11; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 142; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 329. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 443., 454.
[593] Za različita shvaćanja v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 453.
[594] Dok *Ammann* (Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 10), *Mock* (Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 148), *Hess* i *Friedrich* (Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 104.) te *von der Crone* i *Bilek* (von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 196.) spominju suspenziju stvarnopravnog odnosa ulagatelja i pohranjenih vrijednosnih papira za vrijeme dok postoje knjižni efekti, *Graham-Siegenthaler* (Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts CO Rd. 15, 21) i *Beeler* (Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 26) govore o suspenziji stvarnog prava na imobiliziranim vrijednosnim papirima odnosno obveznog prava u vidu imobiliziranih vrijednosnih prava. *Cf.* Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1072., koji spominje suspenziju suvlasničke konstrukcije. *Cf.* Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 611. koji govori o suspenziji prava na vrijednosne papire i iz vrijednosnih papira. O suspenziji prava na vrijednosnim pravima v. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 126.
[595] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 329.
[596] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 332.
[597] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 973*c* CO Rd. 33; Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 21; Nedostatak odnosno neispravnost vrijednosnog papira odnosno vrijednosnog prava (*e.g.* propust da se vrijednosno pravo prilikom izdavanja upiše u registar) ne može dovesti u pitanje valjanost odnosno ispravnost knjižnog efekta, niti može utjecati na valjanost i učinak pripisa na račun vrijednosnih papira. Osnažujuće djelovanje pripisa u odnosu na nedostatak odnosno neispravnost vrijednosnog papira odnosno vrijednosnog prava nije bez prijepora. O tome v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 149.

koji se samo zateknu kod skrbnika i o kojima postoji zapis u skrbnikovim evidencijama.[598] Manji dio doktrine opire se tezi o nepovezanosti i neuvjetovanosti koegzistentnih prava objedinjenih zajedničkim nositeljem. *Thévenoz* i *Chun* smatraju da stvarno pravo na ispravama o zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima slijedi knjižne efekte kojima su ti vrijednosni papiri u podlozi tako da stjecanjem knjižnih efekata stjecatelj htio – ne htio stječe i stvarno pravo na tim ispravama.[599]

Za nastanak knjižnih efekata, pokriće kojih su prava na računu vrijednosnih papira švicarskog skrbnika kod stranog podskrbnika, dovoljan je pripis na (ulagateljev) račun vrijednosnih papira kod švicarskog skrbnika.[600] U tom slučaju imobilizacija vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava provodi se po stranom pravu, koje je mjerodavno za prosudbu njezinih pravnih učinaka.[601]

U pravnoj književnosti prijeporno je nastaju li provedbom pripisa na račune vrijednosnih papira knjižni efekti na svim karikama skrbničkog lanca.

Po mišljenju *Chuna*, to što svaki uključeni skrbnik provodi pripis ne znači da svakim takvim pripisom nastaju knjižni efekti.[602] Razlog tome usmjerenost je njihovog sadržaja na izdavatelja imobiliziranih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava. Kad bi na svakoj kariki pojedinog lanca pripisom na račun vrijednosnih papira nastajali knjižni efekti koji su samostalni i neovisni od knjižnih efekata na bilo kojoj drugoj kariki istog lanca, količina knjižnih efekata višekratno bi premašila količinu izdanih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava koji su im u podlozi.[603] Što bi lanac bio dulji, veći bi bio raskorak između količine knjižnih efekata i količine vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava. Iz tog razloga kroz skrbnički lanac protežu se isti knjižni efekti. Oni na računu vrijednosnih papira

[598] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 1; Kodifikaciju novog instituta *Thévenoz* smatra odrazom suštinske pravnopolitičke odluke odnosno „promjene paradigme" (engl. *paradigm shift*).
[599] Thévenoz, Luc, New legal concepts, *op.cit*. (bilj. 529), str. 307. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 332., 359.
[600] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 66
[601] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 973*c* CO Rd. 27; Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 6 Rd. 28; Čl. 6. FISA-e primjenjuje se samo onda kad je švicarsko pravo mjerodavno za najvišu, zadnju kariku skrbničkog lanca.
[602] Po tome se knjižni efekti razlikuju od ovlasti na vrijednosne papire u smislu čl. 8. UCC 1994. Za razliku od ovlasti na vrijednosne papire, knjižni efekti ne nastaju samim činom pripisa, već je za njihov nastanak potrebna i imobilizacija vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 330., 337. Slično Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 237 *et seq*, koji smatra da pripisima na skrbnikov račun vrijednosnih papira ne nastaju knjižni efekti već tražbine skrbnika prema podskrbniku iz ugovora o depozitu. Po njegovom mišljenju, knjižni efekti nastaju samo pripisom na ulagateljev račun vrijednosnih papira.
[603] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 330. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 181

kod skrbnika na višoj kariki upravo su oni isti knjižni efekti koje je evidentirao i skrbnik na nižoj kariki. Budući da su preslika ulagateljevih knjižnih efekata, to što su evidentirani na skrbnikovom računu vrijednosnih papira ne znači da takvi knjižni efekti pripadaju skrbniku niti da mu daju ikakva prava prema izdavatelju.[604] Za nastanak knjižnih efekata nužno je da pokriće za pripis budu vrijednosni papiri ili vrijednosna prava. Pripisom ne nastaju knjižni efekti kojima bi „pokriće" bili knjižni efekti na skrbnikovom računu kod podskrbnika.[605]

Slično poput *Chuna* promišlja *Beeler*.[606] Po njegovom mišljenju, knjižni efekti nastaju samo onim pripisom koji je proveden na ulagateljevom računu vrijednosnih papira. I pripis na takav račun skrbnika djeluje konstitutivno, ali ne na knjižne efekte već na skrbnikovu tražbinu prema podskrbniku iz ugovora o depozitu.[607]

Uz bok *Chunu* i *Beeleru* staje i *Segna*. I on smatra da knjižni efekti na skrbnikovom računu vrijednosnih papira kod podskrbnika samo predstavljaju knjižne efekte na ulagateljevom računu vrijednosnih papira kod skrbnika. Po njegovom mišljenju, u svakom skrbničkom lancu postoji samo jedan materijalnopravni položaj pod nazivom knjižni efekti.

Drugačijeg je mišljenja *Steiner*. On smatra da knjižni efekti nastaju na svim karikama skrbničkog lanca.[608] Za razliku od *Chuna*, *Steiner* ne radi razliku među pripisima ovisno o tome tko ih je proveo, već razlikuje knjižne efekte ovisno o tome sadrže li tražbine i članska prava prema izdavatelju vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava. Po njegovom mišljenju, takav sadržaj imaju samo oni knjižni efekti koji su nastali pripisom skrbnika na najnižoj kariki lanca. Povećanje količine knjižnih efekata sa svakom novom karikom skrbničkog lanca nema, stoga, za posljedicu povećanje izdavateljevih obveza.[609] To što ukupna količina knjižnih efekata na svim karikama skrbničkog lanca premašuje količinu izdanih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava nije problematično jer podudarnost postoji uzmu li se u obzir samo oni knjižni efekti koji sadržajem odgovaraju vrijednosnim papirima odnosno vrijednosnim pravima.

Knjižni efekti prestaju mobilizacijom vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih prava koji su im u podlozi. Zakonski uvjet za mobilizaciju terećenje je ulagateljevog računa

[604] Za tezu da imatelji računa na kojima su evidentirani knjižni efekti nisu nužno imatelji evidentiranih knjižnih efekata v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 359.
[605] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 337.
[606] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 237 *et seq*.
[607] Slično i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 162, koja navodi da pripisom imatelj računa – povrh knjižnih efekata – stječe pravo prema svom skrbniku zahtijevati isporuku i davati naloge koji se tiču knjižnih efekata.
[608] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 28., 54. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 124
[609] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 29., 55. O tome v. i Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 339.

vrijednosnih papira (čl. 8. st. 3. FISA). Mobilizacija se provodi povlačenjem vrijednosnih papira sa zbirne pohrane odnosno brisanjem jednostavnih vrijednosnih prava iz glavnog registra. Ulagatelja švicarsko pravo izrijekom ovlašćuje da od skrbnika u svako doba zahtijeva isporuku one količine vrijednosnih papira određene vrste koja je jednaka količini knjižnih efekata te vrste na njegovom računu vrijednosnih papira (čl. 8. st. 1. FISA). Zakonsko ovlaštenje nije bezuvjetno već vrijedi samo ako su vrijednosni papiri na pohrani kod skrbnika ili podskrbnika (čl. 8. st. 1. t. a. FISA) ili ako je sukladno uvjetima izdanja ili izdavateljevom statutu ulagatelj ovlašten zahtijevati izdavanje pojedinačnih isprava o vrijednosnim papirima o kojima je bila izdana globalna isprava ili koji su bili izdani kao jednostavna vrijednosna prava (čl. 8. st. 1. t. b. FISA).[610] Mobilizaciju vrijednosnih prava ili globalnih isprava, koji prethodno ne bi bili preoblikovani u vrijednosne papire o kojima su izdane pojedinačne isprave, švicarsko pravo izrijekom ne predviđa. Izostanak zakonskog uređenja ne implicira nemogućnost provedbe.[611] *Ammann* ne vidi zapreku za povlačenje globalne isprave s pohrane i njezinu isporuku ulagatelju koji je njezin jedini vlasnik, kao ni za izdanje i isporuku parcijalne globalne isprave pojedinom suvlasniku.[612] Ovlaštenje na isporuku vrijednosnih papira ulagatelj može ostvariti samo od skrbnika, čak i onda kad ih je skrbnik prepustio na pohranu podskrbniku.[613] Prestankom knjižnih efekata oživljuju dotad suspendirana stvarna prava ulagatelja na mobiliziranim vrijednosnim papirima.[614] Iako to izrijekom ne proizlazi iz zakonskog teksta, isto vrijedi i za mobilizirana vrijednosna prava.[615]

Ni švicarsko pravo ne dopušta da svoje pravo glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ulagatelj ostvari od podskrbnika. Knjižne efekte ulagatelj može ostvariti samo od svog skrbnika (čl. 13. st. 2. FISA). Netransparentnost skrbničkog lanca podskrbniku zaklanja

[610] Na pohrani kod skrbnika mogu biti vrijednosni papiri o kojima su izdane pojedinačne isprave, koje je imatelj računa položio na pohranu i/ili koji su nastali promjenom vrijednosnih prava ili globalne isprave na zahtjev imatelja računa, v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 8 Rd. 2.

[611] *Ammann* zagovara analognu primjenu odredaba čl. 8. FISA u slučajevima kad su u podlozi knjižnih efekata globalne isprave ili vrijednosna prava, v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 8 Rd. 5, 7. Isto kad je riječ o vrijednosnim pravima Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1074. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 447.

[612] O mogućnosti povlačenja globalne isprave s pohrane i njezine isporuke ulagatelju koji je njezin jedini vlasnik v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 93.

[613] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 8 Rd. 2

[614] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts CO Rd. 16; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 150; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 105. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 196. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 447.

[615] Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 105. Steiner, Christoph, Büchi, Raffael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5. – 6. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 196. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 126. U tom slučaju analogno se primjenjuje čl. 8. FISA u svezi s čl. 7. st. 2. FISA. Budući da je skopčano s troškovima, povlačenje vrijednosnih prava s pohrane moguće je samo ako je predviđeno uvjetima izdanja ili izdavateljevim statutom.

identitet ulagatelja, zbog čega bi – po mišljenju *Kuhna* – mogućnost „proboja“ skrbnika poremetila cjelokupni sustav posrednog držanja vrijednosnih papira.[616]

Želeći zaštititi integritet sustava posrednog držanja vrijednosnih papira, ni švicarsko pravo ne dopušta „pljenidbu na višoj razini“.[617] Pljenidbu (njem. *Pfändung*; engl. *seizure*) ili zabranu raspolaganja (njem. *Arrest*; engl. *attachment*) ili neku drugu mjeru osiguranja (njem. *vorsorgliche Massnahme*; engl. *interim measure*) određenu protiv imatelja računa predmet koje su knjižni efekti provesti može samo onaj skrbnik koji vodi račun vrijednosnih papira s knjižnim efektima tog imatelja računa (čl. 14. st. 1. FISA).[618] Ovlaštenje za provedbu pljenidbe posljedica je vođenja računa na ime osobe protiv koje je određena pljenidba.[619] Odraz je to općeg pravila prema kojem se nadležnost za pljenidbu određuje prema mjestu gdje se nalazi stvar koja se plijeni. Pljenidbe ili zabrane raspolaganja ili druge mjere osiguranja određene protiv imatelja računa koje bi proveo podskrbnik bile bi bez učinka (čl. 14. st. 2. FISA). Pljenidbu određenu protiv skrbnika provodi podskrbnik. Neodvajanje imovine koju skrbnik drži za klijente od vlastite imovine nije smetnja za pljenidbu sa skrbnikovog zbirnog računa kod podskrbnika. Iako može dovesti do zastoja i štetnih posljedica za skrbnikove klijente, njezinu provedbu opravdava interes skrbnikovih vjerovnika, kojima bi u protivnom bila bitno otežana mogućnost namirenja njihovih tražbina.[620]

3.5 Ženevska konvencija

Za prava ulagatelja koji vrijednosne papire drže posredstvom intermedijera na zbirnoj pohrani Ženevska konvencija rabi pojam „posredovani vrijednosni papiri“ (engl. *intermediated securities*). Taj pojam označava vrijednosne papire koji su pripisani na račun vrijednosnih papira ili (zakonska i ugovorna) prava ili stvarna prava glede vrijednosnih papira (engl. *rights or interests in securities*) koja su nastala pripisom vrijednosnih papira na takav račun (čl. 1. t.

[616] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 26; O tome v. i von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 206. Za netransparentnost sustava u švicarskom pravu v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 64. O legitimacijskoj funkciji upisa u knjigu dionica spram izdavatelja u švicarskom pravu v. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 108.

[617] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 1 - 2; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 199.

[618] Tom odredbom kodificirana je praksa švicarskog federalnog suda iz koje proizlazi da se vrijednosni papiri na zbirnoj pohrani u inozemstvu mogu plijeniti u Švicarskoj u mjestu gdje se nalazi banka koja vodi račun vrijednosnih papira. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 5.

[619] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 11, 14

[620] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 27; U tom slučaju zastoj može uzrokovati određivanje pljenidbe na svim računima koji glase na ime skrbnika, ne obaziruć se pritom na pripadnost imovine na računu.

(b) Ženevske konvencije).[621] Definicija pojma odraz je, za Ženevsku konvenciju tipičnog, funkcionalnog pristupa harmonizaciji.[622] Alternativni izričaj ukazuje na svijest o postojanju suprotstavljenih tabora po pitanju prosudbe naravi prava ulagatelja i pravnopolitičku odluku o nepriklanjanju jednom od njih.[623] [624] Za, *Thévenozovim* riječima, pravne poretke „direktnog vlasništva" – u kojima polaganje vrijednosnih papira na zbirnu pohranu suštinski ne mijenja narav prava ulagatelja - posredovani vrijednosni papiri vrijednosni su papiri koji su pripisani na račun. Posredovani vrijednosni papiri nisu zamjena za vrijednosne papire, kojih se ulagatelj trebao odreći da bi se domogao posredovanih vrijednosnih papira. Nije riječ o novom pravu koje nadomješta neposredno stvarno pravo na vrijednosnim papirima. Od (neposredno držanih) vrijednosnih papira, posredovane vrijednosne papire u tim pravnim poretcima razlikuje isključivo pripis na račun vrijednosnih papira. Za, *Thévenozovim* riječima, pravne poretke „ovlasti na jednoj od razina" – u kojima polaganje vrijednosnih papira na zbirnu pohranu suštinski mijenja narav prava ulagatelja - posredovani vrijednosni papiri su (zakonska i ugovorna) prava ili stvarna prava glede vrijednosnih papira koja su nastala pripisom vrijednosnih papira na račun. U tim pravnim poretcima riječ je o novom pravu koje nadomješta neposredno stvarno pravo na vrijednosnim papirima, bez kojeg su ulagatelji (privremeno) ostali. Posredovani vrijednosni papiri nisu isto što i vrijednosni papiri, već su zamjena za njih.

Takvu, unutar sebe oprečnu, definiciju pojma „posredovani vrijednosni papiri" pravna književnost nije poštedjela kritike. Kritizira se, u prvom redu, uvođenje novog pojma u vrijeme kad je u Haškoj konvenciji već postojao definirani pojam „vrijednosni papiri pohranjeni kod intermedijera" (engl. *securities held with an intermediary*; njem. *Intermediär-verwahrte Wertpapiere*).[625] Osim što gomilanje različitih pojmova neujednačenih sadržaja a tobože istog značenja nije poželjno za pravnu sigurnost, novi je pojam svojim sadržajem – po mišljenju

[621] O definiciji pojma „posredovani vrijednosni papiri", kao kamenu temeljcu međunarodnog materijalnopravnog uređenja, v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 2. Za pojašnjenje značenja engleskih riječi „rights" i „interests" v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 76.

[622] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 14; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9–3; Kritizirajući definiciju, dio doktrine (*Thévenoz*, *Pöch, Mülbert*) u najmanju ruku dvoji oko dosljedne primjene funkcionalnog pristupa. O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 39., 48. Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 516. Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 8.

[623] Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 85. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 44. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 47. Conac, Pierre-Henri, *op.cit*. (bilj. 3), str. 115. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 302; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 3), str. 853. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 60., 547. *Cf*. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 11. Iako to izrijekom ne proizlazi iz teksta Ženevske konvencije, ulagateljeva konvencijska prava su - po mišljenju *Liang* - mješovite (*i.e.* stvarnopravne i obveznopravne) naravi.

[624] O ta dva suprotstavljena tabora podrobnije *supra*, str. 62. - 63.

[625] O prednostima koje bi imalo korištenje postojećeg pojma u odnosu na one koje je donijelo korištenje novog pojma v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 38., 47. Novi je pojam kraći pa je utoliko spretniji za nomotehničku primjenu. S druge strane, ni pojam iz Haške konvencije nije pošteđen kritike. O tome v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 343.

dijela doktrine - nepotrebno iskoračio izvan granica postojećeg.[626] Sadržaji dvaju pojmova gotovo se podudaraju u dijelu koji je pojmu „posredovani vrijednosni papiri" trebao osigurati prihvatljivost u, *Thévenozovim* riječima, pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina". Za razliku od pojma „vrijednosni papiri pohranjeni kod intermedijera", kojem je to jedini sadržaj, pojam „posredovani vrijednosni papiri" sadrži i dio koji mu je trebao osigurati prihvatljivost u, *Thévenozovim* riječima, pravnim poretcima „direktnog vlasništva". Taj dio kritičari smatraju suvišnim.[627] Naime, i u tim pravnim poretcima ulagatelji su nositelji prava glede vrijednosnih papira. To što ih se smatra imateljima vrijednosnih papira rezultat je apsolutnog i isključivog djelovanja tog prava. Osim odabira pojma i dosega njegovog sadržaja, kritizira se konstitutivni učinak pripisa na račun za nastanak posredovanih vrijednosnih papira.[628] Takav učinak pripis može imati samo u, *Thévenozovim* riječima, pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina". Ni prisustvo posredovanih vrijednosnih papira na svakoj kariki skrbničkog lanca – koji se razlikuju od posredovanih vrijednosnih papira na bilo kojoj drugoj kariki tog lanca - nije odlika, *Thévenozovim* riječima, pravnih poredaka „direktnog vlasništva", u kojima skrbnici ne stječu stvarno pravo na vrijednosnim papirima s izuzetkom zakonskog ili dobrovoljnog založnog prava.

Pravna književnost posredovane vrijednosne papire prikazuje kao skupove ovlaštenja (engl. *bundles of rights*). O kojim konkretno ovlaštenjima je u pojedinom slučaju riječ ovisi - osim o Ženevskoj konvenciji - o nekonvencijskom pravu važećem u tom slučaju.[629]

Ženevska konvencija ne određuje cjelokupni sadržaj posredovanih vrijednosnih papira već samo njegov neizostavni dio.

---

[626] Za kritiku takvog sadržajnog proširenja i značenje dvaju pojmova v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 48. - 49.

[627] Po mišljenju *Thévenoza*, taj dio – osim što je nepotreban – zauzimanjem prvog mjesta u definiciji neosnovano daje na važnosti vrijednosnim papirima, koji su relevantni samo u pravnim poretcima „direktnog vlasništva". Guranje u prvi plan alternative po kojoj su posredovani vrijednosni papir isto što i vrijednosni papiri za *Thévenoza* je pokazatelj odstupanja od funkcionalnog pristupa. Slično i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 418. Čak i *Kanda et al.* smatraju da bi definicija bila jasnija kad bi sastavni dijelovi zamijenili mjesta, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-12. O cikličnost definicije i posljedičnoj opstojnosti pogrešne predodžbe o vlasništvu na više razina, koju Haška konvencija nastoji suzbiti v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.64(1).

[628] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 39.

[629] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 40., 44. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 13; Sukladno odredbi čl. 1. t. (m) Ženevske konvencije, pojam „nekonvencijsko pravo" označava pravo na snazi u državi ugovornici, kad primjenjive kolizijske norme upute na to pravo kao mjerodavno ili kad okolnosti ne upućuju na primjenu nekog drugog prava, s izuzetkom odredaba Ženevske konvencije.

U svakom slučaju svaki imatelj računa ovlašten je raspolagati posredovanim vrijednosnim papirima na neki od Ženevskom konvencijom predviđenih načina.[630] Pripisom vrijednosnih papira na račun imatelj računa stječe ovlaštenje otuđiti posredovane vrijednosne papire na način iz čl. 11. Ženevske konvencije ili zasnovati pravo radi osiguranja na način iz 12. Ženevske konvencije (čl. 9. st. 1. t. (b) Ženevske konvencije). Ostvarivanje tog ovlaštenja ne može se ograničiti ni uvjetovati usklađenošću s propisanim ili ugovorenim obvezama imatelja računa.[631] Jedino što može stati na put raspolaganju ranija su prava trećih osoba na posredovanim vrijednosnim papirima, koja su zasnovana uz pristanak ili pomoć intermedijera, i sudska odluka, koja intermedijeru zabranjuje izvršiti nalog imatelja računa.[632]

Posredovani vrijednosni papiri u svakom slučaju sadrže i ovlaštenje imatelja računa povući s pohrane vrijednosne papire koji se mogu držati neposredno.[633] Pripisom vrijednosnih papira na račun imatelj računa stječe ovlaštenje nalogom relevantnom intermedijeru ishoditi da se vrijednosni papiri ne drže preko računa, u mjeri u kojoj to dopušta mjerodavno pravo, uvjeti izdanja vrijednosnih papira i, u mjeri u kojoj to dopušta nekonvencijsko pravo, ugovor o računu i jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira (čl. 9. st. 1. t. (c) Ženevske konvencije). Nametnuvši posredno držanje vrijednosnih papira, mjerodavno pravo, uvjeti izdanja, ugovor o računu i jedinstvena pravila sustava za namiru mogu osujetiti ostvarivanje tog ovlaštenja.[634]

U neizostavne elemente sadržaja posredovanih vrijednosnih papira spada i ovlaštenje ulagatelja (*i.e.* „krajnjeg“ imatelja računa (engl. *ultimate account holder*)) domoći se plodova i koristi koje daju prava iz vrijednosnih papira, odnosno ostvarivati ta prava.[635] Pripisom vrijednosnih papira na račun imatelj računa, koji nije intermedijer ili je intermedijer koji postupa za sebe, stječe ovlaštenje ostvarivati prava iz vrijednosnih papira, uključujući pravo na

[630] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 45. Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 99. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 82.
[631] Takvim ograničenjem ili uvjetovanjem ovlaštenja intermedijer bi jamčio trećima za obveze imatelja računa kojih uopće ne bi morao biti svjestan niti bi ih mogao provjeriti. Po mišljenju *Thévenoza*, time bi se znatno smanjila prenosivost posredovanih vrijednosnih papira ili bi se stvorili nesrazmjerni troškovi za sustav posrednog držanja i njegove korisnike.
[632] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 45.
[633] LC, 1. seminar, *op.cit.* (bilj. 14), Rd. 1.42; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 14; Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 100. - 101. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 82.
[634] O tome što sve može spriječiti neposredno držanje i samim time onemogućiti realizaciju ovog ovlaštenja v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-18 - 9-22; Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 101. - 102. Pojam „mjerodavno pravo“ može obuhvatiti pravo po kojem su izdani vrijednosni papiri, pravo koje je mjerodavno za izdavatelja ili bilo koje drugo pravo koje se može primijeniti.
[635] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 44. Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 95. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 82. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 549.

dividendu i druge raspodjele te pravo glasa, i primati plodove tih prava (čl. 9. st. 1. t. (a)(i) Ženevske konvencije).[636]

Povrh propisanog („konvencijskog“) minimuma, posredovani vrijednosni papiri mogu u pojedinom slučaju sadržavati i druga ovlaštenja ako i u mjeri u kojoj ih predvidi nekonvencijsko pravo važeće u tom slučaju. Ovlaštenja mogu biti načelno ista kao ona iz Ženevske konvencije, samo što ih nekonvencijsko pravo daje drugim osobama, mogu biti slična onima iz Ženevske konvencije, od kojih se razlikuju samo po „nekonvencijskom“ načinu ostvarenja, ili mogu biti posve drugačija od onih iz Ženevske konvencije. Nekonvencijsko pravo može predvidjeti da pripisom vrijednosnih papira na račun ovlaštenje primiti i ostvarivati prava iz vrijednosnih papira, uključujući primitak dividende i drugih raspodjela te ostvarivanje prava glasa, stekne imatelj računa koji je intermedijer i koji k tome ne postupa za sebe (čl. 9. st. 1. t. (a)(ii) Ženevske konvencije).[637] Ako ga na to ovlašćuje nekonvencijsko pravo, takvog intermedijera Ženevska konvencija obvezuje na poduzimanje odgovarajućih radnji kako bi ekonomske koristi tih prava proslijedio imateljima računa (čl. 10. Ženevske konvencije).[638] Nekonvencijsko pravo može predvidjeti da pripisom vrijednosnih papira na račun imatelj računa stekne ovlaštenje otuđiti posredovane vrijednosne papire ili zasnovati pravo radi osiguranja na način koji predviđa nekonvencijsko pravo (čl. 9. st. 1. t. (b) Ženevske konvencije).[639] Nekonvencijsko pravo može predvidjeti da pripisom vrijednosnih papira na račun imatelj računa stekne druga ovlaštenja, uključujući (zakonska i ugovorna) prava te stvarna prava glede vrijednosnih papira (engl. *such other rights, including rights and interests in securities*) ako drugačije ne proizlazi iz Ženevske konvencije (čl. 9. st. 1. t. (d) Ženevske konvencije).[640] Nema zapreke da to budu članska prava povrh onih iz odredbe čl. 9. st. 1. t. (a)

[636] Imajući u vidu načelnu usredotočenost Ženevske konvencije na imatelje računa, odredba čl. 9. st. 1. t. (a)(i) plijeni pozornost kao jedina odredba posvećena ulagateljima. Doduše, ni takvi „krajnji“ imatelji računa nisu nužno ulagatelji ako posredovane vrijednosne papire drže kao povjerenici za druge. Je li takav „krajnji“ imatelj računa u konkretnom slučaju ulagatelj ili njegov povjerenik za ostvarivanje ovlaštenja iz odredbe čl. 9. st. 1. t. (a)(i) Ženevske konvencije ne igra ulogu. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-4, 9-12; Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 93.

[637] To predviđa *e.g.* američko pravo (čl. 8. UCC 1994) oboružavajući svaku kariku skrbničkog lanca ovlastima na vrijednosne papire. O tome v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 84. Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 95. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 93. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 3), str. 852. Za nedoumicu oko toga zašto to ovlaštenje i takvog imatelja računa nije uključeno u konvencijski minimum v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.64(2).

[638] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-13; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 3), str. 853.

[639] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-16

[640] Za pojašnjenje značenja engleskih riječi „rights“ i „interests“ v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 76.

Ženevske konvencije ili pravo vlasništva vrijednosnih papira odnosno suvlasništvo zbirnog portfelja.[641]

Osim što sadržaj posredovanih vrijednosnih papira može proširiti ovlaštenjima koje ne ulaze u propisani minimum, nekonvencijsko pravo može u jednom slučaju suziti minimalna ovlaštenja. Ovlaštenja iz čl. 9. st. 1. Ženevske konvencije nekonvencijsko pravo može ograničiti ako je pripisom vrijednosnih papira na svoj račun imatelj računa stekao pravo radi osiguranja ili drugo ograničeno pravo (čl. 9. st. 3. Ženevske konvencije).[642] Nekonvencijsko pravo u tom slučaju prilagođava ovlaštenja pravu imatelja računa. Budući da je pravo ograničeno takva trebaju biti i ovlaštenja koja čine njegov sadržaj. Osim vrste prava radi osiguranja koje osigurani vjerovnik može steći pripisom vrijednosnih papira na svoj račun, o nekonvencijskom pravu ovise i ovlaštenja obuhvaćena sadržajem takvih posredovanih vrijednosnih papira.[643] Prilagodba se može sastojati u ograničenju ovlaštenja za raspolaganje posredovanim vrijednosnim papirima te davanju ili uskraćivanju mogućnosti ostvarivati pravo glasa iz pripisanih vrijednosnih papira.[644]

U skladu s funkcionalnim pristupom harmonizaciji, Ženevska konvencija ne upušta se u prosudbu pravne naravi posredovanih vrijednosnih papira.[645] O nekonvencijskom pravu ovisi je li riječ o vlasništvu odnosno suvlasništvu vrijednosnih papira, nekom drugom stvarnom pravu ili obveznom pravu koje se tiče vrijednosnih papira.[646] To pravo daje odgovor i na pitanje tko je u direktnom odnosu s izdavateljem - ulagatelj ili intermedijer (na najvišoj kariki skrbničkog lanca) – te, u slučaju skrbničkog lanca, kakav je položaj pojedinih intermedijera koji ga čine.[647]

---

[641] Za članska prava v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-25. Za pravo vlasništva vrijednosnih papira odnosno suvlasništvo zbirnog portfelja v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 47. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 304. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 259. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 91. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 420.

[642] Pripisom vrijednosnih papira na svoj račun imatelja tog računa ne stječe nužno vlasništvo pripisanih vrijednosnih papira već može steći ograničeno stvarno pravo poput založnog prava ili prava plodouživanja. U tom slučaju posredovani vrijednosni papir sastoji se od tog ograničenog stvarnog prava. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-14; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 302; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 82. – 83.

[643] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-30

[644] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 97.

[645] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-2; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 47. Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 91. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 257. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 550. Za kritiku takvog rješenja imajući u vidu njegove međunarodnoprivatnopravne posljedice v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 222. – 223. *Ege* zagovara prekogranično usklađivanje materijalnopravnog poimanja naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira na obveznopravnoj osnovi.

[646] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-9

[647] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 13 Rd. 7; Ženevska konvencija ne sadrži odredbu koja bi bila pandan onoj iz čl. 13. st. 2. FISA-e.

Posredovani vrijednosni papiri nastaju polaganjem vrijednosnih papira na pohranu kod intermedijera i njihovim pripisom na račun vrijednosnih papira, a prestaju povlačenjem vrijednosnih papira s pohrane radi neposrednog držanja i popratnim terećenjem takvog računa za povučene vrijednosne papire.[648]

Posredovane vrijednosne papire stječu ne samo ulagatelji već - u slučaju skrbničkog lanca - svi imatelji računa. O tome je li imatelj računa ujedno ulagatelj ovisi sadržaj posredovanih vrijednosnih papira.[649]

Posredovane vrijednosne papire imatelj računa stječe pripisom vrijednosnih papira na njegov račun.[650] Takav pripis konstitutivan je za nastanak prava imatelja računa.

Učinak posredovanih vrijednosnih papira načelno je *erga omnes*. Ako drugačije ne proizlazi iz Ženevske konvencije, ovlaštenja koja čine neizostavni sadržaj posredovanih vrijednosnih papira djeluju prema trećim osobama (čl. 9. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije). Iz Ženevske konvencije, međutim, proizlazi drugačije jer ta se ovlaštenja ne mogu ostvariti od bilo koga već samo od ograničenog broja taksativno pobrojanih osoba. O *erga omnes* učinku može, stoga, biti govora samo ima li se u vidu nedostupnost posredovanih vrijednosnih papira intermedijerovim vjerovnicima.[651] Ovisno o vrsti ovlaštenja Ženevska konvencija određuje jednu ili više osoba od kojih se ono može ostvariti. Ni u kojem slučaju ni jedno od tih ovlaštenja ne može se ostvariti od intermedijera na višoj razini.[652] Razlog tome primjena je načela „neprobojnosti".

Ako drugačije ne proizlazi iz Ženevske konvencije, ovlaštenje domoći se plodova i koristi koje daju prava iz vrijednosnih papira, odnosno ostvarivati ta prava (čl. 9. st. 1. t. (a) Ženevske konvencije) ulagatelj (*i.e.* „krajnji" imatelj računa) može ostvariti od relevantnog intermedijera ili od izdavatelja ili od obojice u skladu sa Ženevskom konvencijom, uvjetima

[648] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-13; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 35.
[649] Različit sadržaj posredovanih vrijednosnih papira ovisno o identitetu imatelja računa posljedica je tzv. „načela stupnjevanog dodjeljivanja skupova pojedinih ovlaštenja" (njem. *Prinzip der gestuften Einzelrechtebündelzuweisung*). O tom načelu v. Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 11. – 12. Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 611. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 183; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 306; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 551.
[650] *Law Commission* smatra čl. 9. najvažnijim dijelom Ženevske konvencije upravo iz razloga jer iz njega proizlazi konstitutivni učinak upisa za nastanak prava imatelja računa, v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.215. Za stjecanje prava pripisom v. i Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 92.
[651] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.217; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 9-14
[652] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.218, 1.245; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.39

izdanja vrijednosnih papira i mjerodavnim pravom (čl. 9. st. 2. t. (b) Ženevske konvencije).[653] Više pasivno legitimiranih osoba odraz je funkcionalnog pristupa harmonizaciji, slijedeći koji Ženevska konvencija ne nameće niti isključuje jedan od alternativnih „sustava ostvarenja".[654] Ženevska konvencija ne priječi ulagatelje da to svoje ovlaštenje ostvaruju u pravnim poretcima sa „sustavom direktnog ostvarenja" od izdavatelja, a u pravnim poretcima sa „sustavom indirektnog ostvarenja" od relevantnog intermedijera. Od koga će ga u konkretnom slučaju ulagatelj moći ostvariti ovisi o uvjetima izdanja vrijednosnih papira i mjerodavnom pravu važećem u tom slučaju.[655] Ženevska konvencija ne određuje koga je izdavatelj obvezan priznati kao dioničara, imatelja obveznica ili drugu osobu ovlaštenu primiti i ostvarivati prava iz vrijednosnih papira kao ni koga je obvezan priznati u bilo koju drugu svrhu (čl. 8. st. 2. Ženevske konvencije).[656]

Ako drugačije ne proizlazi iz Ženevske konvencije, ovlaštenje raspolagati posredovanim vrijednosnim papirima na neki od Ženevskom konvencijom predviđenih načina te ovlaštenje povući s pohrane vrijednosne papire koji se mogu držati neposredno imatelj računa može ostvariti isključivo od relevantnog intermedijera (čl. 9. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije). Samo jedna pasivno legitimirana osoba posljedica je primjene načela „neprobojnosti".[657] Čak ni u pravnim poretcima u kojima vrijedi „sustav direktnog ostvarenja" imatelj računa ne može zaobići relevantnog intermedijera želi li ostvariti neko od ta dva ovlaštenja. Po mišljenju *Law Commission*, takva mogućnost obezvrijedila bi pravo radi osiguranja zasnovano na posredovanim vrijednosnim papirima na intermedijerovom računu kod intermedijera na višoj razini.[658]

---

[653] Za nedoumice oko toga o kojem je to mjerodavnom pravu riječ v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.64(2).

[654] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.218; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 305 - 306

[655] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 42. Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 98. – 99. Pravni poretci načelno se ne razlikuju oko identiteta osobe kojoj pripadaju plodovi prava iz vrijednosnih papira, već osobe od koje ulagatelji ta prava mogu ostvariti. O razlikama između suprotstavljenih pravnih krugova (anglosaksonskog i kontinentalnoeuropskog) po tom pitanju v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 45.

[656] To određuje pravo koje je mjerodavno za izdavatelja (*lex societatis*). O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 59. – 60. Conac, Pierre-Henri, *op.cit*. (bilj. 3), str. 107., 112. – 113. Kod dužničkih vrijednosnih papira tu u obzir dolazi i *lex contractus*. Pristup ne iznenađuje s obzirom da ga je prihvatio i europski zakonodavac za potrebe SRD. Sukladno odredbi čl. 2. st.(b) SRD, dioničar je fizička ili pravna osoba koju mjerodavno pravo priznaje kao dioničara.

[657] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.219, 1.245; O razlozima zbog kojih se ovlaštenje raspolagati posredovanim vrijednosnim papirima može ostvariti samo od relevantnog intermedijera v. i Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 100. O problematičnosti takvog ograničenja u stvarnopravno strukturiranim sustavima, odnosno nespojivošću instituta suvlasništva s nemogućnošću ostvarenja od intermedijera na višoj razini v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 420.

[658] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.219

Ovlaštenja koja je nekonvencijsko pravo proglasilo sadržajem posredovanih vrijednosnih papira imatelj računa može ostvariti od osobe koju odredi to nekonvencijsko pravo.[659]

Ženevska konvencija načelno zabranjuje „pljenidbu na višoj razini" (čl. 22. Ženevske konvencije). Osim uvjerenja da se imovina dužnika može zaplijeniti samo kod osobe koja je može nedvojbeno identificirati kako bi je mogla blokirati i učiniti dostupnom dužnikovim vjerovnicima, zabrana odražava bojazan da bi provedba „pljenidbe na višoj razini" onemogućavala intermedijera da obavlja svoje poslove, kreirajući pritom neučinkovitosti i moguće nedosljednosti u prekograničnim situacijama.[660]

Prvi kriterij za nedopuštenost pljenidbe onaj je *ratione materiae* - s obzirom na račun vrijednosnih papira s kojeg se ne može provesti. U pravilu, posredovani vrijednosni papiri imatelja računa ne mogu se plijeniti s računa neke druge osobe niti pljenidba posredovanih vrijednosnih papira može utjecati na takav račun (čl. 22. st. 1. t. (a) Ženevske konvencije). Radi namirenja tražbine Ženevska konvencija dopušta pljenidbu isključivo s računa vrijednosnih papira dužnika te tražbine. Ograničenje vrijedi čak i onda kad je neprijeporno da je imovina dužnika na računu koji glasi na ime druge osobe.[661] Ni u tom slučaju Ženevska konvencija ne dopušta pljenidbu s računa osobe koja nije dužnik tražbine.

Osim onog *ratione materiae*, kriterij za nedopuštenost pljenidbe je i onaj *ratione personae* - s obzirom na osobu protiv koje se ne može odrediti. U pravilu, pljenidba posredovanih vrijednosnih papira imatelja računa ne može se odrediti protiv niti može utjecati na izdavatelja vrijednosnih papira pripisanih na račun tog imatelja računa (čl. 22. st. 1. t. (b) Ženevske konvencije) ni osobu koja nije imatelj računa ili relevantni intermedijer (čl. 22. st. 1. t. (c) Ženevske konvencije). Zabrana određivanja pljenidbe protiv izdavatelja posebno je važna u pravnim poretcima s netransparentnim sustavom u kojima posredno držanje ne razvrgava neposredan odnos ulagatelja i izdavatelja.[662] U takvim pravnim poretcima izdavatelj ne može znati pripadaju li i, ako da, u kojem opsegu vrijednosni papiri dužniku tražbine. Budući da su oni jedini koji kontroliraju račun vrijednosnih papira, Ženevska konvencija dopušta da se

[659] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit.* (bilj. 47), Rd. 9-27
[660] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit.* (bilj. 47), Rd. 22-9; O razlozima za zabranu v. i UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 18. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 429. Za kritiku tih odredaba v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.64(6).
[661] Primjerice, pljenidba se ne bi mogla provesti s posebnog založnog računa koji glasi na ime založnog vjerovnika, neovisno o tome što zalog (*i.e.* vrijednosni papiri) i dalje pripada založnom dužniku protiv kojeg je pljenidba određena. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit.* (bilj. 47), Rd. 22-10.
[662] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit.* (bilj. 47), Rd. 22-11; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 429.

pljenidba odredi samo protiv imatelja računa i relevantnog intermedijera.[663] O mjerodavnom pravu ovisi protiv koga od njih u konkretnom slučaju treba odrediti pljenidbu. Ni u kojem slučaju pljenidba se ne može odrediti protiv intermedijera na višoj razini.[664] Kao ni izdavatelj, ni takav intermedijer, koji ne vodi dužnikov račun, ne može znati pripadaju li i, ako da, u kojem opsegu posredovani vrijednosni papiri na računu njegovog klijenta (*i.e.* intermedijeru na nižoj kariki skrbničkog lanca) dužniku tražbine.

Iznimno, Ženevska konvencija dopušta „pljenidbu na višoj razini" ako je država ugovornica dala odgovarajuću izjavu. Država ugovornica može izjaviti da po njezinom nekonvencijskom pravu pljenidba posredovanih vrijednosnih papira imatelja računa, koja je određena protiv osobe koja nije relevantni intermedijer ili koja utječe na takvu osobu, djeluje i prema relevantnom intermedijeru (čl. 22. st. 3. r. 1. Ženevske konvencije). Takvu izjavu može dati samo ona država ugovornica koja je, uspostavivši odgovarajući zaštitni mehanizam odnosno proceduru, osigurala da provedba „pljenidbe na višoj razini" ne poremeti skrbnički lanac.[665] Među tim mehanizmima odnosno procedurama posebno mjesto zauzima sravnjivanje (*i.e.* rekoncilijacija) stanja na svim računima duž skrbničkog lanca, koja dovodi do toga da se provedba pljenidbe na jednom od njih protegne i na sve ostale.[666] Izjava je namijenjena ponajprije onim državama ugovornicama u kojima egzistira transparentni sustav.[667] Osim imena ili opisa osobe protiv koje se može odrediti pljenidba kako bi je se moglo identificirati, izjava treba sadržavati oznaku vremena od kad takva pljenidba proizvodi učinke protiv relevantnog intermedijera (čl. 22. st. 3. r. 2. Ženevske konvencije). Poznavanje tog vremena važno je jer dotad dužnik može slobodno raspolagati posredovanim vrijednosnim papirima na svom računu kod relevantnog intermedijera.[668]

4 Rizik intermedijera

Posredujuća uloga intermedijera, koji je vrijednosne papire primio na zbirnu pohranu, ulagatelje izvrgava specifičnim rizicima s kojima se ne bi suočili da vrijednosne papire drže neposredno. Prepustivši posjed odnosno kontrolu nad vrijednosnim papirima intermedijeru,

[663] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 22-13
[664] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 22-14
[665] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 22-23; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 205.
[666] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 22-22; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 205. O važnosti dnevnog sravnjivanja na svakoj kariki skrbničkog lanca v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 361.
[667] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 22-21; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 14 Rd. 8, Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 64. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 429. – 430. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.142; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 574. Za relaksaciju zabrane u američkom pravu sukladno čl. 22. Ženevske konvencije v. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 11.
[668] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 22-24

ulagatelj riskira da oni time postanu dio imovinskog supstrata kojim intermedijer odgovara za svoje obveze trećim osobama (tzv. kreditni rizik intermedijera), odnosno da intermedijer njima neovlašteno raspolaže kao da je riječ o njegovoj imovini (tzv. rizik intermedijerove zlouporabe). Oba rizika direktna su posljedica posrednog držanja vrijednosnih papira.[669] Neposredno držanih vrijednosnih papira domoći se mogu samo ulagateljevi vjerovnici radi namirenja svojih tražbina prema ulagatelju. Posredno držanje vrijednosne papire stavlja na dohvat barem intermedijera, u čijem su posjedu odnosno pod čijom su kontrolom, a potencijalno i intermedijerovih vjerovnika ako ih se ne može razlučiti od ekvivalentnih vrijednosnih papira koji nisu na pohrani (*i.e.* onih koji pripadaju intermedijeru i koje intermedijer drži za sebe a ne za ulagatelje).[670] Posjed odnosno kontrola vrijednosnih papira primljenih na pohranu intermedijeru daje mogućnosti koje nadilaze njegova prava, uključujući mogućnost neovlaštenog raspolaganja vrijednosnim papirima.[671] Nerazlučivost ekvivalentnih vrijednosnih papira s obzirom na pripadnost odnosno namjenu može dovesti do toga da i vrijednosni papiri koje intermedijer drži na pohrani za svoje klijente posluže za namirenje tražbina prema intermedijeru, koje ni na koji način nisu povezane ni s tim vrijednosnim papirima ni s osobom ulagatelja. Po mišljenju *Keijsera* i *Mooneya Jr*., rizik intermedijera najizraženiji je u tzv. netransparentnim sustavima.[672] Riječ je o značajnom riziku, upravljanje kojim generira troškove koji nisu zanemarivi.[673]

Rizik intermedijera jasno dolazi na vidjelo u slučaju intermedijerovog stečaja.[674] Dokle god je solventan i likvidan, intermedijer svoje obveze može namirivati iz vrijednosti svoje imovine pa nema razloga da se na udaru nađe imovina njegovih klijenata. Čak i kad bi se tražbina njegovog vjerovnika namirila iz vrijednosti imovine njegovog klijenta, intermedijer bi

[669] Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 43. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.35; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 72. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 36; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 73. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 28. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 106.

[670] O miješanju zamjenjivih vrijednosnih papira različitih ulagatelja (i samog intermedijera) na istom „zbirnom" računu kod intermedijera na višoj razini kao potencijalnom uzroku kreditnog rizika intermedijera v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd.1.40; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.49; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.11; Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 405. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 1 Rd. 10

[671] Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 50. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 543.

[672] Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 12.

[673] Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 392. - 393., 409., 454.

[674] Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 61. Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 43. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 325., 351. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 458. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.22; Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1508. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 1 Rd. 10; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 159. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 251. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1894. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 787. Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 408. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-065; Tepeš, Nina, Skrbništvo nad financijskim instrumentima i sustav zaštite ulagatelja, u: Miladin, Petar (ured.), Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2013 (u daljnjem tekstu: Tepeš, Nina, Skrbništvo i sustav zaštite), str. 400.

tu imovinu mogao nadomjestiti svojom ekvivalentnom imovinom ili takvom imovinom pribavljenom na tržištu o svom trošku. U slučaju zlouporabe, štetu koju je ulagatelj time pretrpio solventni i likvidni intermedijer može nadoknaditi provedbom restitucije koristeći se ekvivalentnim vrijednosnim papirima pribavljenim na tržištu. Stečaj intermedijera stubokom mijenja sliku. Nedostatnost vlastite imovine za namirenje preuzetih obveza preusmjerava pozornost intermedijerovih vjerovnika na imovinu koju intermedijer drži za svoje klijente. Ako zbog nedostatnosti imovine ne može namiriti sve svoje obveze, intermedijer ne može ni (u cijelosti) obeštetiti ulagatelje za njihovu imovinu kojom je neovlašteno raspolagao.[675]

Pravni poretci načelno nisu indiferentni prema riziku intermedijera.[676] Većina njih ulagateljima pruža određeni vid zaštite. Pravozaštitnu potrebu potencira odsustvo samopomoći.[677] Ulagatelj se ne može u dovoljnoj mjeri zaštititi pažljivim odabirom intermedijera neupitne financijske snage i neukaljanog poslovnog integriteta.[678] Ne prijeti mu, naime, rizik samo njegovog neposrednog intermedijera već svih karika skrbničkog lanca, na odabir kojih ne može utjecati.[679] Rizik je, stoga, tim veći što je skrbnički lanac dulji.[680] Ni ugovorno prevaljivanje rizika povezanog s intermedijerom na višoj kariki na neposrednog intermedijera ne jamči odgovarajuću zaštitu jer stečaj intermedijera na višoj kariki može -

[675] Tražbinu prema skrbniku u stečaju za naknadu štete zbog skrivljenog manjka u zbirnom portfelju ulagatelj može ostvariti samo kao stečajni vjerovnik. O tome u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/140; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 8-2. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 177. Kako to navode *McFarlane* i *Stevens* (McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 35.), ulagateljev položaj ne ovisi samo o pravima iz vrijednosnih papira, već i o solventnosti intermedijera, koji se pozicioniraju između ulagatelja i tih prava.

[676] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 2. *Ratio legis* dDepotG zaštita je deponenta od pravnih i poslovnih rizika koji za njih mogu nastati interpolacijom skrbnika.

[677] Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 320. - 321. *contra Bernasconi* (Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13.) koji smatra da zaštita ulagatelja počiva, između ostalog, na pažljivom odabiru intermedijera s kojim ulaze u poslovni odnos. Slično i Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 220.

[678] U pravnoj književnosti dominantno američke provenijencije (Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 300. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 364., 388. Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 409. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 674.) naglašava se važnost ulagateljeve pozornosti i selektivnosti pri odabiru intermedijera za zaštitu ulagatelja od rizika intermedijera. Ma koliko bila poželjna, selektivnost nije nužno provediva u praksi, jer malim ulagateljima nisu uvijek dostupne usluge velikih poslovnih banaka nedvojbene kreditne sposobnosti i visokih standarda poslovnog ponašanja.

[679] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.31, 1.35; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.82 *et seq*., Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 320. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-038; O riziku stečaja i zlouporabe podskrbnika v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.30 *et seq*., 5.37.

[680] Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 43., 179., 181. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 17. Jamroz, Michael P., The Customer Protection Rule, The Business Lawyer; Vol. 57, 2002, str. 1087. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 25. *et seq*., 28. Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 411. – 412. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 456. O tome u kontekstu depozitara UCITS fondova v. i Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 194.

stvorivši domino-efekt - ugroziti sposobnost neposrednog intermedijera da ispuni ugovorom preuzete obveze.

4.1.1 Kreditni rizik intermedijera

Kreditni rizik intermedijera većina pravnih poredaka uklanja ili u bitnome ublažava. Ulagatelje, koji vrijednosne papire drže posredstvom intermedijera, pravo štiti ne dopuštajući da pohranjeni vrijednosni papiri postanu dio intermedijerove stečajne mase ili predmet ovrhe pokrenute protiv intermedijera.[681] U tim pravnim poretcima vrijednosni papiri na pohrani izvan su dohvata intermedijerovih vjerovnika. *De lege ferenda*, i harmonizirani paneuropski pravni okvir ulagatelje treba zaštititi od kreditnog rizika intermedijera.[682] Pravna zaštita ulagatelja od tog rizika opravdana je i potrebna.[683]

Opravdanje za zaštitu neodgovornost je ulagatelja za obveze intermedijera. Polažući vrijednosne papire na pohranu ulagatelji ne pristupaju intermedijerovom dugu niti pristaju da se taj dug namiri iz položenih vrijednosnih papira. Povjeravanje vrijednosnih papira intermedijeru ne provodi se s ciljem stvarnog ili osobnog pojačavanja njegovih obveza prema vjerovnicima. Vrijednosne papire intermedijeri ne primaju na pohranu da bi time popravili svoje imovinsko stanje, financijski položaj ili kreditnu sposobnost već da bi o njima skrbili za račun i u interesu ulagatelja. Za namirenje tražbina prema intermedijeru iz pohranjenih vrijednosnih papira ne postoji, stoga, ni pravna ni gospodarska osnova. Namirujući svoje tražbine iz tih vrijednosnih papira intermedijerovi vjerovnici neopravdano bi se bogatili nauštrb ulagatelja.[684]

---

[681] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.31, 1.187; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.26; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 51; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 71. Kanda, Hideki, Is Common Law vs. Civil Law a Core Problem, u: UNIDROIT, "Legal Risk and Market Efficiency", UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Rome, November 2003, (Report February 2004), str. 24. Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 33.

[682] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.87, 1.89; Po mišljenju *Law Commission*, paneuropska pravna zaštita treba vrijediti od pripisa na ulagateljev račun vrijednosnih papira. Dotad ulagatelja može štititi nacionalno pravo. O takvoj zaštiti pohvalno Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 395.

[683] O potrebi i važnosti pravne zaštite ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.31, 1.87; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.11; Hess, Martin; Sägesser, Heidi, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 17 Rd. 1; Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 1 Rd. 10; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.10, 3.47; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 289. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 27. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 121. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-025. Zaštita ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera drugo je od *Guynnova* četiri temeljna načela suvremenog pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira. O tome v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10., 35. Ta zaštita dio je osnovnog paketa prava i obveza, koji u američkom pravu oblikuju odnos intermedijera i ovlaštenika. O tome v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1450.

[684] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.33, 1.87; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.2; Po mišljenju *Law Commissiona*, izjednačavanje pravnog položaja intermedijerovih vjerovnika i imatelja računa po pitanju pristupa vrijednosnim papirima koje intermedijer drži za imatelje računa pomutilo bi gospodarsku stvarnost (skrbničkog) odnosa intermedijera i imatelja računa. Po mišljenju *Rogersa* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1517.), pravno

Potreba za zaštitom posljedica je, u prvom redu, averzije ulagatelja prema kreditnom riziku intermedijera. Izvrgnutost tom riziku ulagateljima potencijalno nosi više štete nego što im posredno držanje vrijednosnih papira može donijeti koristi. Mogućnost brzog i efikasnog trgovanja, dostupnost maržnih zajmova te ublažavanje rizika krađe, gubitka i krivotvorenja isprava o vrijednosnom papira pogodnosti su posrednog držanja, koje - koliko god bile poželjne - nisu dovoljna protuteža nedaćama povezanim sa stavljanjem vrijednosnih papira na dohvat intermedijerovih vjerovnika. Ne iznenađuje, stoga, da ulagatelji koji polažu vrijednosne papire na pohranu očekuju pravnu zaštitu od kreditnog rizika intermedijera.[685] Povrh zazora od kreditnog rizika intermedijera, pravozaštitnu potrebu generira nesvjesnost dijela ulagatelja da im takav rizik uopće prijeti. Ne smatrajući ga rizikom povezanim s ulaganjem u vrijednosne papire, kreditni rizik intermedijera ulagatelji mahom ne uzimaju u obzir prilikom donošenja investicijske odluke.[686]

Zaštita od kreditnog rizika intermedijera opravdana je iz perspektive ne samo pojedinog ulagatelja već i sustava kao cjeline.[687] Ako takva zaštita ne postoji, propast intermedijera kod kojeg je ustanovljen manjak može - stvorivši domino efekt - ugroziti opstanak intermedijera na nižim karikama. Osim ulagatelja, od tog rizika treba zaštititi i sve imatelje računa duž skrbničkog lanca.[688] Takva zaštita uvjet je urednog i neometanog funkcioniranja tržišta kapitala.

Zaštita ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera u većini pravnih poredaka počiva na stvarnopravnoj naravi ulagateljevog prava.[689] Svojim apsolutnim učinkom stvarno pravo kadro

uređenje koje bi jednako tretiralo prava ulagatelja i tražbine intermedijerovih vjerovnika protivilo bi se očekivanjima sudionika pravnog prometa i uvriježenom shvaćanju skrbničkog odnosa.

[685] O ulagateljevom očekivanju pravne zaštite od kreditnog rizika intermedijera v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.59. Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 1 Rd. 10; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.31; Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-025.

[686] LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.2, 6.57, 9.45; Da bi ulagateljima bilo prihvatljivo, posredno držanje treba odražavati alokaciju rizika i koristi od ulaganja u vrijednosne papire. Kao što ulagatelj snosi kreditni rizik izdavatelja vrijednosnih papira, koji intermedijer ne uklanja niti ublažava, tako i vjerovnici intermedijera trebaju snositi kreditni rizik svog dužnika, na poslovanje kojeg ulagatelji ne mogu utjecati. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.32 – 1.33; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 18. O pretpostavci većine institucionalnih ulagatelja da je imovina na pohrani izvan dohvata intermedijerovih vjerovnika v. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 104.

[687] Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 309., 321. O tome v. i Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1241. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 780.

[688] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.31; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.26

[689] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 5; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 35; Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 289., 336. Nemogućnost postizanja zaštite proglašenjem ulagateljevog prava novom vrstom stvarnog prava na srazmjernom dijelu portfelja vrijednosnih papra ili prava glede vrijednosnih papira zahtijevao bi – po mišljenju *Guynna* – odgovarajuću izmjenu stečajnog prava u dijelu koji se primjenjuje na intermedijere. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj.

je odvratiti nasrtaje intermedijerovih vjerovnika u potrazi za imovinom iz vrijednosti koje mogu namiriti svoje tražbine prema intermedijeru.[690] U slučaju stečaja intermedijera, stvarnopravna narav omogućuje izlučenje objekta ulagateljevog prava iz stečajne mase. O važnosti stvarnopravne zaštite zorno svjedoče zakonodavne intervencije u pravnim poretcima u kojima su osobitosti zbirne pohrane, u kojoj često sudjeluje više intermedijera, nepomirljive s bitnim obilježjima tradicionalnog stvarnog prava *sensu stricto*.[691] Obveznopravna narav njegovog prava ulagatelja bi svrstala uz bok intermedijerovih vjerovnika, izvrgnuvši ga kreditnom riziku intermedijera.[692]

Alternativu stvarnom pravu dio pravnih poredaka pronalazi u zakonskom privilegiranju tražbina ulagatelja prema intermedijeru u odnosu na tražbine ostalih intermedijerovih vjerovnika.[693] U tim pravnim poretcima zakon omogućuje da se iz stečajne mase intermedijera ili iz nekog njezinog dijela prioritetno namire tražbine ulagatelja. Tražbine ostalih intermedijerovih vjerovnika mogu se namiriti samo iz onoga što preostane. Po učincima, privilegiranje se bitno ne razlikuje od izlučenja.[694] Slično djeluje i zakonska fikcija odnosno

12), Rd. 13.29, 13.41; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.11; Po mišljenju *Benjamin*, zaštita od rizika intermedijera primarna je svrha stvarnog prava na suvremenim tržištima vrijednosnih papira. Tako i Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 85. O ključnoj ulozi stvarnog prava kod zaštite ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 8., 38. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 289., 294. Za tezu da odlike stvarnog prava u prvi plan iskaču u slučaju intermedijerovog stečaja v. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 545. Za tezu da je stvarno pravo jedino kadro na odgovarajući način zaštititi vlasnike vrijednosnih papira u slučaju stečaja neposrednog intermedijera v. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. O stvarnom pravu kao najjačoj tehnici zaštite v. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 784. O kreditnom riziku intermedijera kao razlogu za zakonske fikcije iz eWpG v. Habersack, Mathias, *op.cit*. (bilj. 400), str. 99. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 152.

[690] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 13.29; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.30; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 17.

[691] Za pravne poretke država članica EU općenito v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.41; Za belgijsko i luksemburško pravo v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.65. Za belgijsko pravo v. i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 63. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 229. Općenito o tome v. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 405. Osim toga što kod zbirne pohrane vrijednosnih papira objekt stvarnog prava nije određen tako što je izdvojen iz skupa ostalih stvari istog roda, na mogućnost ulagatelja da se domogne statusa nositelja stvarnog prava sjenu može baciti činjenica da ulagatelj nužno ne stječe neposrednu pravnu vlast na vrijednosnom papiru, da objekt njegovog prava nije nužno tjelesna stvar i da njegovo pravo nije neraskidivo povezano sa svojim objektom tako da ga slijedi u pravom prometu.

[692] Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 781. – 782. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 58. – 59. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-026; O nepoželjnosti obveznopravne naravi ulagateljevog prava zbog izostanka zaštite od kreditnog rizika intermedijera v. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 31. O zaštiti ulagatelja u francuskom pravu, koja počiva na zakonskoj obvezi intermedijerovog stečajnog upravitelja ulagateljevu imovinu prenijeti drugom intermedijeru v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 290. *Cf*. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 169(1), koji spominje mogućnost izlučenja obveznih prava (*i.e.* tražbina). O mogućnosti zaštite ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera čak i ako je pravo obveznopravne naravi v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 449. – 451.

[693] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 276. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 169(2); LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.76; Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 781., 784. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 88.

[694] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 170

presumpcija o pripadnosti imovine na intermedijerovim zbirnom računu njegovim klijentima.[695]

Zaštitu ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera neki pravni poretci (*e.g.* engleski) uvjetuju odvajanjem vrijednosnih papira koje intermedijer drži za ulagatelje od vrijednosnih papira koje drži za sebe.[696] Taj uvjet posljedica je stvarnopravnog načela specijaliteta. Zahtjev za određenošću ili odredivošću objekta stvarnog prava u tim pravnim poretcima smetnja je za stjecanje stvarnog prava na dijelu (*i.e.* određenoj količini manjoj od ukupne) ekvivalentnih vrijednosnih papira na računu.[697] Ako stvarno pravo ulagatelj može steći samo na svim takvim vrijednosnim papirima na računu, na zaštitu od kreditnog rizika intermedijera ulagatelj ne može računati ako vrijednosne papire koje drži za njega intermedijer nije odvojio od ekvivalentnih vrijednosnih papira koje drži za sebe, već ih drži pomiješane na istom računu kod intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca (*i.e.* podskrbnika). Kao što to *de lege lata* ne čini ni Ženevska konvencija, *de lege ferenda* ni harmonizirani paneuropski pravni okvir zaštitu ulagatelja ne treba uvjetovati takvim odvajanjem.[698] Po mišljenju *Law Commission*, vrijednosni papiri koje intermedijer drži za ulagatelje ne smiju biti na dohvat intermedijerovih vjerovnika, čak ni ako su na zbirnom računu pomiješani s vrijednosnim papirima koje intermedijer drži za sebe. Dvojbeno je, međutim, može li se zaštita u punom smislu te riječi postići bez odvajanja vrijednosnih papira koje se želi zaštititi (*i.e.* onih koje intermedijer drži za ulagatelje) na poseban račun.[699] Ako su svi na istom računu, ovrhom radi namirenja tražbine prema intermedijeru lako mogu (iako ne bi trebali) biti obuhvaćeni i takvi vrijednosni papiri. Budući da (u netransparentnim sustavima) ne zna za koga imatelj računa drži vrijednosne papire, intermedijer koji vodi takav račun jedino što može nekritički je provesti sudsku odluku, ne obazirući se na njezine posljedice za ulagatelje. Čak i ako im ga pravni poredak prizna, stvarno pravo na određenoj količini vrijednosnih papira na računu ne štiti ulagatelje, ako ga – ne znajući

[695] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 121.
[696] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.67, 1.107; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.54; Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 12. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 46. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 15. *et seq*., 29. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-043; Za francusko pravo v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 118. Goutay, Philippe, *op.cit*. (bilj. 86), str. 9. O utjecaju segregacije na kreditni rizik v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 14. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 25), str. 18., 56.
[697] U engleskom pravu odvajanje je pretpostavka za zasnivanje valjanog povjerenstva i, samim time, za zaštitu od intermedijerovih vjerovnika. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.48.
[698] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.88, 1.107; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.3
[699] O tome u kontekstu Ženevske konvencije v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 98. – 99. O važnosti segregacije za takvu zaštitu v. Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 224. de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 204. *et seq*. Za tezu da neodvajanje ne utječe na zaštitu ulagatelja v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 53. Za tezu da odvajanje povećava zaštitu ulagatelja v. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 784.

da postoji - intermedijer na višoj kariki može obezvrijediti provedbom ovrhe protiv intermedijera na nižoj kariki.

Osim ulagatelja, koji su pravo već stekli, od kreditnog rizika intermedijera neki pravni poretci (*e.g.* njemački) štite i komitente, koji su pravo tek očekivali steći. Razlika u pravnom položaju ulagatelja i komitenta u tim pravnim poretcima nije razlog za bitno različit pravozaštitni tretman. Zaštita se u pravilu uvjetuje komitentovim ispunjenjem (gotovo) svih obveza prema intermedijeru (*i.e.* komisionaru) vezanih uz očekivano stjecanje. Ako nije ispunio svoje obveze prema intermedijeru, komitent ne zavređuje zaštitu u slučaju da intermedijer ne ispuni obveze prema njemu. Komitent koji je svoje obveze ispunio prije otvaranja stečaja nad intermedijerom u tim pravnim poretcima ne snosi rizik da zbog otvaranja stečaja nad intermedijerom ne stekne ono što legitimno očekuje. Budući da bi - po mišljenju *Law Commission* – zaštita od kreditnog rizika intermedijera trebala vrijediti tek od pripisa na račun vrijednosnih papira kod tog intermedijera, harmonizirani paneuropski pravni okvir ne bi je trebao pružiti komitentima.[700]

Mogućnost intermedijerovog vjerovnika da svoju tražbinu prema intermedijeru namiri iz vrijednosti imovine koju intermedijer drži na pohrani ulagatelje nužno ne izvrgava kreditnom riziku intermedijera. Ni izvrgnutost ulagatelja tom riziku, koja je posljedica takve mogućnosti, nije uvijek neopravdana i neprihvatljiva.

Kreditni rizik intermedijera ulagatelji ne snose ako je takva mogućnost posljedica prava radi osiguranja koje je intermedijerov vjerovnik stekao na temelju i u granicama ovlaštenja danog intermedijeru od strane ulagatelja.[701] Ovlastivši intermedijera za zasnivanje tog prava u korist svog vjerovnika ulagatelji svjesno pristaju na takvu mogućnost i njezine - za sebe – nepovoljne posljedice. Manjak u zbirnom portfelju, koji nastane kao posljedica namirenja osigurane tražbine, u tom slučaju nije oživotvorenje kreditnog rizika intermedijera već rizika negativnih gospodarskih posljedica pravnog postupanja, koji prati svaku odluku o raspolaganju vlastitom imovinom i koji ni po čemu nije unikatan za posredno držanje vrijednosnih papira. Intermedijera promućurni ulagatelji ne ovlašćuju za raspolaganje imovinom na pohrani ako za to nisu primili ili ako ne očekuju da će primiti odgovarajuću protučinidbu. Jedina zaštita koju ulagatelji u tim okolnostima mogu legitimno očekivati ona je od brzopletog i nepromišljenog

[700] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.87, 1.89; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.2, 3.4
[701] O tome v. Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 51.

davanja takvog ovlaštenja. Neki pravni poretci štite ih namećući formalnosti cilj kojih je osvijestiti ili podsjetiti na posljedice takvog čina.[702]

U pojedinim pravnim poretcima zakon ovlašćuje određene kategorije intermedijerovih vjerovnika da u iznimnim, striktno propisanim slučajevima svoje tražbine određene vrste prioritetno namire iz vrijednosti imovine na pohrani. Riječ je isključivo o tražbinama koje su usko i neraskidivo vezane uz tu imovinu, poput tražbina s naslova podskrbničke naknade ili zajma za kupnju te imovine. U tim slučajevima, ulagatelji snose kreditni rizik intermedijera. Rizik stvara mogućnost da intermedijer ne ispuni obveze prema svojim vjerovnicima iako su ulagatelji ispunili svoje obveze prema njemu. Od takvog rizika ulagatelji u pravilu ne uživaju pravnu zaštitu.

4.1.2 Rizik intermedijerove zlouporabe

Rizik intermedijerove zlouporabe pravni poretci mogu samo donekle ublažiti. Polažući vrijednosne papire na zbirnu pohranu, ulagatelj pristaje na negativne posljedice intermedijerovog neovlaštenog raspolaganja tim vrijednosnim papirima. Pristanak nije posve nerazumljiv uzmu li se u obzir mali izgledi da se rizik materijalizira. Po mišljenju *Rogersa*, rizik intermedijerove zlouporabe puno je manja prijetnja za ulagatelje od tržišnog rizika, kojem se izvrgavaju donoseći investicijske odluke.[703]

Nemogućnost pravnih poredaka da uklone taj rizik posljedica je, u prvom redu, pravnopolitičke odluke o davanju prednosti načelu zaštite povjerenja u pravnom prometu u odnosu na vindikacijsko načelo.[704] Zaštitu pravni poretci ne mogu istovremeno pružiti ulagateljima, čijim vrijednosnim papirima je intermedijer neovlašteno raspolagao, i poštenim stjecateljima tih vrijednosnih papira, u čiju korist je raspolaganje provedeno. Zaštitivši poštene stjecatelje, pravni poretci su *eo ipso* zaštitu uskratili ulagateljima. Podredno značenje

---

[702] Za formalnosti u njemačkom pravu v. Walz, Christian; Frey, Peter, u: Scherer, Peter, Depotgesetz, § 12 Rd. 11, § 12a Rd. 7; u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/88; u engleskom pravu v. Johansson, Erica, Reuse of Financial Collateral Revisited, u: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities, str. 164. Formalnosti se u većini slučajeva tiču forme (*e.g.* ovlaštenje treba dati u pisanom obliku) ili načina davanja ovlaštenja (*e.g.* izrijekom, ne pukim prihvaćanjem intermedijerovih općih uvjeta poslovanja).

[703] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1495. *Rogers* smatra da su bitno veći izgledi da će ulagatelj pretrpjeti štetu zbog loše investicijske odluke koju je donio oslonivši se na pogrešnu osobnu preporuku investicijskog savjetnika nego zbog toga što je imovinom koju drži za njega intermedijer neovlašteno raspolagao. Razlog za optimizam *Rogers* pronalazi u evidentičarskoj (engl. *ministerial, record-keeping*) ulozi intermedijera, koja ne dovodi njegov interes u sukob s interesom ulagatelja.

[704] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.22; Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 48. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 317. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 283. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 21. Rocks, Sandra, *op.cit*. (bilj. 501), str. 14. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 251. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.63; Rogers, James S., Negotiability, Property and Identity., Cardozo Law Review [Vol. 12:471 1990], Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 1990-04, http://ssrn.com/abstract=917144 (u daljnjem tekstu: Rogers, James S., Negotiability), str. 480. Mooney Jr., Charles W., A New (Fintech) Model, *op.cit*. (bilj. 5), str. 397. – 398.

vindikacijskog načela relativizira važnost stvarnopravne naravi ulagateljevog prava kao čimbenika zaštite ulagatelja od rizika intermedijera. Učinkovitost koju stvarno pravo pokazuje kad prijete intermedijerovi vjerovnici ne dolazi do izražaja kad rizik potječe od samog intermedijera. Vrijednosne papire stvarno pravo može skloniti izvan dosega intermedijerovih vjerovnika, ali ne može spriječiti da intermedijer - koji ih posjeduje odnosno kontrolira - tim vrijednosnim papirima neovlašteno raspolaže.[705] Izostanak ovlaštenja, bilo da je sadržano u stvarnom pravu ili da je utemeljeno na ugovoru, nije nužno smetnja za valjano raspolaganje vrijednosnim papirima koji intermedijeru ne pripadaju ili ih ne drži za sebe.[706] Ako zlouporabu ne priječi stvarno pravo, ne može je spriječiti ni ono što je u službi stvarnog prava, poput odvajanja vrijednosnih papira na poseban račun kod intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca.[707]

Osim zbog favoriziranja načela zaštite povjerenja u pravnom prometu, pravni poretci taj rizik nisu kadri ukloniti i zbog nemogućnosti ulaska u trag vrijednosnim papirima, kojima je intermedijer neovlašteno raspolagao. Dok je u slučaju *bona fide* stjecanja restitucija takvih vrijednosnih papira pravnopolitički nepoželjna (čak i kad je moguća i provediva u praksi), u slučaju kad se u okviru poravnanja transakcije provodi multilateralni obračun restitucija je nemoguća ili barem – imajući u vidu vrijeme potrebno za provedbu i troškove koji time mogu nastati – vrlo nepraktična.[708]

Žrtvovanje ulagatelja u interesu stjecatelja nije bez uporišta u pravnoj književnosti.[709] Svaliti rizik intermedijerove zlouporabe na stjecatelje (radi zaštite ulagatelja) bilo bi – po mišljenju američke doktrine (*e.g. Hakes*, *Mooney*) - sistemski rizično i manje učinkovito. Rizik za sustav nastao bi kao posljedica teže dostupnosti i više cijene izvora financiranja

[705] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.34; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 43. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 329. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1894. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1520. – 1523. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 48. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 291. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 155. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 546., 550. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 785.

[706] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 166, 168

[707] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd.1.34; Goutay, Philippe, *op.cit*. (bilj. 86), str. 12. – 13. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 586.

[708] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 356. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1520. – 1523. U takvom slučaju, kad se transakcije namiruju „na neto osnovi", nemoguće je ili barem nepraktično utvrditi kod koga su i u kojoj mjeri završili vrijednosni papiri kojima je intermedijer neovlašteno raspolagao. O tome v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 158. – 159. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 81.

[709] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 292. Svaljivanje tog rizika na ulagatelje u skladu je i s *Mooneyevim* modelom „prednosti prava na višoj razini" (engl. *upper-tier priority model*) i sa *Schroederinom* politikom „super-negocijabilnosti" (engl. *super-negotiability policy*), v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 389. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 553. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 496. O razlozima za promjenu paradigme u engleskom pravu u kontekstu CREST sustava v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 101., 103.

intermedijera.[710] Ako se ne bi mogle pouzdati u konačnost namire transakcija sklopljenih radi osiguranja, banke - koje zbog toga ne bi odustale od financiranja - postrožile bi uvjete pod kojima bi u financiranju bile voljne sudjelovati. Manju učinkovitost stvorili bi veći troškovi koji bi bili potrebni za ublažavanje rizika intermedijerove zlouporabe kad bi taj rizik snosili stjecatelji, a ne ulagatelji.[711] Za razliku od stjecatelja, ulagatelji – koji su se odabirom intermedijera kojim će prepustiti kontrolu vrijednosnih papira svjesno izvrgnuli riziku njegove zlouporabe – ionako snose troškove analize financijskog stanja i poslovnog integriteta odabranog intermedijera, kontinuiranog nadzora njegovog poslovanja i pravovremene promjene intermedijera kad to nalažu izmijenjene okolnosti.[712] Svaljivanje rizika na stjecatelje troškove ne bi preraspodijelilo već bi ih povećalo.[713]

Ublažavanje rizika intermedijerove zlouporabe većina pravnih poredaka postiže detaljnim uređenjem poslovanja intermedijera propisima, pozornim nadzorom njihove striktne primjena te (obveznim i dobrovoljnim) osiguranjem ulagatelja.[714] Riječ je o – koristeći se *Mooneyevom* terminologijom – kombinaciji „regulatornog pristupa“ (engl. *the regulatory approach*), koji djeluje preventivno smanjujući izglede za nastanak (neuklonjivog) manjka i „pristupa osiguranja“ (engl. *the insurance approach*), koji ublažava posljedice nastalog manjka.[715] Takvi mehanizmi neizostavna su protuteža u okruženju u kojem načelo zaštite

[710] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 785.
[711] O tome podrobnije v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 386. *et seq.*
[712] Po mišljenju *Mooneya*, riječ je o tzv. nepovratnim troškovima (engl. *sunk costs*) koje bi ulagatelj snosio neovisno o alokaciji rizika intermedijerove zlouporabe. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 387. O znatno većoj mogućnosti ulagatelja procijeniti integritet odnosno pouzdanost skrbnika kojem je povjerio vrijednosne papire na pohranu nego što je to slučaj kod stjecatelja v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 148.
[713] Primjer povećanih troškova viša je kamatna stopa koju bi intermedijer plaćao stjecatelju (prava radi osiguranja) kao premiju za rizik koji snosi. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 387. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 495.
[714] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 43. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 326. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.104(1) – 1.104(2); Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 166; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 159. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 357. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 535. – 536. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 73., 251. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 200. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-057
[715] Za regulatorni pristup i pristup osiguranja v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 329. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.104(2). Rezultat regulatornog pristupa pravila su SEC-a o „segregaciji“ (17 CFR § 240.15c3-3(c)) i ostala pravila o „zaštiti klijenata“ (*e.g.* 17 CFR § 240.15c3-3(b)(1); 17 CFR § 240.8c-1). Stečaj intermedijera koji se dosljedno pridržavao tih pravila ne bi trebao dovesti u pitanje ostvarivanje prava njegovih klijenata na vrijednosne papire koje su mu povjerili na pohranu. Pristup osiguranja nadogradnja je regulatornog pristupa. Ako ne postoji prikladan regulatorni okvir koji se beskompromisno primjenjuje u praksi, rizik je takav da ga osiguravatelji ne žele preuzeti ili zahtijevaju premiju koju ulagatelji ne žele platiti. Pristup osiguranja posebno je koristan onima koji ne raspolažu znanjem ili informacijama potrebnim za analizu i procjenu određenog intermedijera. O ključnoj važnosti regulative za zaštitu imovine klijenata i stabilnosti tržišta v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 356. Za osiguranje u engleskom pravu v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.45 *et seq*.

povjerenja u pravnom prometu (engl. *principle of security of transfer*; *negotiation principle*) dominira nad vindikacijskim načelom (engl. *principle of security of title*; *derivation principle*).[716] Njihovo nepostojanje ili nedjelotvornost aktualizirali bi pitanje (djelomičnog) prevaljivanja rizika na stjecatelje.

4.2 Englesko pravo

4.2.1 Kreditni rizik intermedijera

Po mišljenju većeg dijela doktrine (*Benjamin*, *McFarlane* i *Stevens*, *Law Commission, FMLC*), englesko pravo štiti ulagatelje od kreditnog rizika intermedijera. Za zaštitu zaslužan je institut povjerenstva (engl. *trust*), na kojem počiva odnos ulagatelja i intermedijera.[717] Vrijednosni papiri primljeni na pohranu predmet su povjerenstva, koje je intermedijer kao povjerenik zasnovao u korist ulagatelja kao korisnika povjerenstva. Institut povjerenstva ulagatelja oboružava stvarnim pravom na predmetu povjerenstva.[718] Osim što priječi provedbu ovrhe na takvom predmetu radi namirenja tražbine prema povjereniku, stvarno pravo koje počiva na institutu povjerenstva ne dopušta ni uključivanje takvog predmeta u stečajnu masu povjerenika.[719]

Zaštitu ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera englesko pravo omogućuje ali ne osigurava. Nesigurnost je posljedica pretpostavki za zasnivanje valjanog povjerenstva, koje – da bi se ulagatelji domogli zaštite – trebaju biti ispunjene. Jedna od tih pretpostavki odredivost je predmeta povjerenstva. Zbog neodredivosti predmeta, povjerenstvo se ne može valjano zasnovati na dijelu ukupne količine ekvivalentnih vrijednosnih papira koji su na istom

---

[716] O odnosu prava koje štiti stjecatelje i mehanizama namijenjenih zaštiti ulagatelja v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 300. – 301. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 326. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1539. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 381. Predmet rasprave u američkoj pravnoj književnosti pitanje je jesu li zaštitni mehanizmi uvjet za takvo pravno uređenje (*i.e.* da nema tih zaštitnih mehanizama ne bi moglo postojati ni takvo pravno uređenje) ili njegova posljedica (*i.e.* budući da drugačije pravno uređenje ne može postojati nužni su takvi zaštitni mehanizmi).

[717] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 24. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.43; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 38. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 10., 22. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 313. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.36; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.21, 3.29; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 44., 49. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 31. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 17. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 76. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 324. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.27(1), 6.7, 6.29; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 56. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-025, 18-064

[718] Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 295. Micheler, Eva, Entwicklung, *op.cit*. (bilj. 76), str. 379. *Contra Combs* (Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 405.), koja ulagatelja pozicionira kao neosiguranog vjerovnika intermedijera u stečaju, eventualno s pravom prvenstva. Za prijepore oko naravi korisnikovog prava glede imovine u povjerenstvu i vladajuće shvaćanje kako je riječ o stvarnom pravu koje korisnik ostvaruje posredstvom povjerenika, v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 40. – 41. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 21. *et seq*. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 283. – 285. O tome v. i Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.29.

[719] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.11; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-11; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 318.

računu.[720] Ako takve vrijednosne papire intermedijer dijelom drži za sebe, treba ih – da bi na preostalim vrijednosnim papirima te vrste i tog roda, koje drži za ulagatelje, mogao zasnovati valjano povjerenstvo – odvojiti na poseban račun kod intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca. Propust intermedijera da to učini ulagatelje izvrgava kreditnom riziku onemogućivši im da se domognu stvarnopravne zaštite utemeljene na institutu povjerenstva.[721] Za zasnivanje valjanog povjerenstva dovoljno je da vlastite vrijednosne papire intermedijer odvoji od ekvivalentnih vrijednosnih papira koje drži za ulagatelje (engl. *holding as a separate fund*). Zaštita pojedinih ulagatelja ne zahtijeva odvajanje vrijednosnih papira koje intermedijer drži za svakog od njih jer se valjano povjerenstvo može zasnovati na promjenjivom skupu generičkih stvari u korist više osoba, broj i identitet kojih je promjenjiv.[722]

Puko omogućavanje zaštite bez osiguravanja njezine praktične provedbe manjkavost je engleskog prava *de lege lata*. Nije, naime, riječ o mogućnosti danoj ulagateljima koju oni mogu iskoristiti ako žele. Potpuno nezaštićenim englesko pravo ostavlja ulagatelje čiji intermedijer je propustio na odgovarajući način odvojiti vrijednosne papire koje drži. Uvjetovanje zaštite postupanjem intermedijera *Law Commission* otvoreno kritizira. Razlog za kritiku nemoć je ulagatelja da oblikuje vlastitu pravnu sudbinu. Vrijednosne papire koje je intermedijer pripisao na račune svojih klijenata ne bi trebalo smatrati njegovom imovinom samo zato što ih tim klijentima nije rasporedio odvojivši ih od svojih vrijednosnih papira iste vrste i roda radi zasnivanja valjanog povjerenstva.[723] Uočenu manjkavost engleskog prava *FMLC* predlaže ukloniti kodifikacijom zaštite ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera. *De lege ferenda*, vrijednosni papiri koje klijent drži posredstvom intermedijera ne smiju biti na dohvat intermedijerovih vjerovnika (FMLC načelo 3).

[720] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.48, 1.58; Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 66. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 96.
[721] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.35; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 20. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 315. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.65
[722] Iako englesko pravo zahtijeva specifikaciju objekta prava vlasništva (engl. *specific allocation of units*) kako ne bi bilo nedoumica oko toga na kojem konkretno objektu postoji koje pravo koje osobe, ne priječi zasnivanje valjanog povjerenstva na ukupnosti zamjenjivih vrijednosnih papira koji se zateknu na zbirnom računu intermedijera kod intermedijera na višoj razini u korist intermedijerovih svakodobnih imatelja računa. Predmet povjerenstva je zbirni portfelj u cjelini i svaki njegov sastavni dio. U tom slučaju imatelj računa nije vlasnik konkretnog vrijednosnog papira već idealnog dijela zbirnog portfelja. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.45 - 1.46; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15., 34., 37., 49; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.47; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-09; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 64. *et seq*., 71. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 96., 100.
[723] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.59; O tome slično v. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 312. – 314.

Od vlastitog kreditnog rizika intermedijer je u engleskom pravu obvezan štititi svoje klijente. Radi zaštite njihovog prava vlasništva, posebno u slučaju vlastitog stečaja, intermedijer je obvezan donijeti odgovarajuće mjere (CASS 6.2.1R).[724]

Iako većina jest, nisu svi uvjereni u zaštitno djelovanje engleskog prava na kreditni rizik intermedijera. Rijetki su, doduše, oni koji takvo djelovanje u potpunosti negiraju. Među takve spada *Combs*, koja pravnu nezaštićenost ulagatelja (*i.e.* korisnika povjerenstva) odnosno njihovu izvrgnutost kreditnom riziku intermedijera objašnjava obveznopravnom naravi njihovog prava glede imovine na povjerenstvu.[725] Više je onih koji dvoje o takvom djelovanju engleskog prava. Među takvima je *Moss*, koji smatra da se izloženost ulagatelja kreditnom riziku intermedijera ne može se isključiti zbog pravne nesigurnosti koja trenutno okružuje zbirnu pohranu vrijednosnih papira u režimu povjerenstva.[726]

4.2.2 Rizik intermedijerove zlouporabe

Radi zaštite ulagatelja od rizika njihove zlouporabe, intermedijerima englesko pravo nalaže uspostavu odgovarajućeg organizacijskog ustroja kako bi se izgledi za gubitak ili smanjenje imovine klijenta ili prava u vezi s tom imovinom, uslijed zlouporabe imovine, prijevare, lošeg administriranja, neprimjerenog vođenja evidencije ili nemara, sveli na najmanju moguću mjeru (CASS 6.2.2R).[727] Povrh toga, englesko pravo obvezuje intermedijere donijeti odgovarajuće mjere radi sprječavanja korištenja klijentovom imovinom o kojoj skrbi (engl. *safe custody assets*) bez njegove izričite suglasnosti (CASS 6.2.1R).[728] Kršenje propisanih obveza ne dovodi nužno u pitanje valjanost odnosno učinke bespravnog korištenja klijentovom imovinom.[729] Odgovarajući organizacijski ustroj i odgovarajuće mjere važni su ponajprije onda kad intermedijer nije karika skrbničkog lanca ili kad je najviša karika takvog lanca. Pravozaštitnu potrebu stvara mogućnost intermedijera da vrijednosnim papirima koje drži za klijente (*i.e.* koji mu koristovno ne pripadaju) valjano raspolaže bez odgovarajućeg

[724] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 13. st. 7. MiFID I odnosno čl. 16. st. 8. MiFID II.
[725] Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 405. *Combs* se oslanja na mišljenje *Goodea* izneseno u njegovom članku „The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilized Securities" objavljenom u zborniku radova „The Future for the Global Securities Market (Fidelis Oditah ed., Oxford University Press 1996).
[726] Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 68. Pravna nesigurnost, uzrokovana ovisnošću zaštite ulagatelja o postupanju intermedijera, razlog je zbog kojeg *Moss* zagovara zakonodavnu intervenciju na međunarodnoj razini. Na pravnu nesigurnost po pitanju stvarnopravne naravi ulagateljevog prava upozorava i *Liang* (Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15.) Slično i Micheler, Eva, Modernising, *op.cit*. (bilj. 132), str. 9., 11. – 12.
[727] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 16. st. 1. t. (f) MiFID Provedbene Direktive, odnosno čl. 2. st. 1. t. (f) MiFID Delegirane Direktive.
[728] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 13. st. 7. MiFID I odnosno čl. 16. st. 8. MiFID II.
[729] Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 21. – 22. To što ne smije ne znači da skrbnik ne može valjano založiti klijentovu imovinu u korist podskrbnika.

ovlaštenja.[730] Vlasništvo takvih vrijednosnih papira stjecatelji u dobroj vjeri mogu steći kupnjom od povjerenika kao pravnog vlasnika.[731] Značenje odgovarajućeg organizacijskog ustroja i odgovarajućih mjera nije toliko kad je intermedijer karika skrbničkog lanca koja nije najviša. U tom slučaju ulagatelji nisu u toj mjeri izvrgnuti riziku intermedijerove zlouporabe jer englesko pravo ne(dovoljno) štiti poštene stjecatelje prava glede vrijednosnih papira.[732] Spram nezaštićenih stjecatelja u korist kojih je intermedijer raspolagao kršeći svoje povjereničke obveze, ulagatelje englesko pravo oboružava stvarnopravnim odnosno apsolutnim zahtjevom za vraćanje imovine *in specie* ili onoga u što je ona pretvorena i, u slučaju da imovina ne može biti vraćena jer je stjecatelj njome u međuvremenu raspolagao, obveznopravnim zahtjevom za naknadom njezine vrijednosti.[733] Uvjet za ostvarenje zahtjeva ulazak je u trag toj imovini i identifikacija njezinog stjecatelja.[734]

4.3 Njemačko i austrijsko pravo

4.3.1 Kreditni rizik intermedijera

I njemačko i austrijsko pravo ulagatelje štiti od kreditnog rizika skrbnika. Zaštita je posljedica stvarnopravne ili povjereničke naravi ulagateljevog prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira.[735] Ni posjed vrijednosnih papira koji skrbniku ne pripadaju ni vlasništvo vrijednosnih papira koje skrbnik ostvaruje kao povjerenik ne omogućuje provedbu ovrhe protiv skrbnika na tim vrijednosnim papirima ni uključivanje tih vrijednosnih papira u stečajnu masu skrbnika.[736] Ovrsi protiv skrbnika na imovini koja mu pripada odnosno na koju polaže pravo ulagatelj se može suprotstaviti prigovorom tražeći njezino proglašenje nedopuštenom (čl. 771.

[730] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 4.36 – 4.37; U praksi stjecatelji (*e.g.* primatelji osiguranja) zahtijevaju odgovarajuću izjavu i jamstvo prenositelja (*e.g.* davatelja osiguranja) u ugovoru, kojom potvrđuje koristovno vlasništvo ili ovlaštenje za raspolaganje. O riziku intermedijerove zlouporabe u engleskom pravu v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 35., 51., 120.

[731] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.38; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.21; LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.130; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 29., 43., 141. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 281. – 282. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 220., 285.

[732] O tome podrobnije *infra*, str. 396. *et. seq*.

[733] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 38. – 39. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.128 - 1.129; Benjamin, Joanna, *op.cit.* (bilj. 12), Rd. 2.52 – 2.65; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 281. – 282. Micheler, Eva, Entwicklung, *op.cit*. (bilj. 76), str. 379.

[734] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.127; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.44; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.58(2), 5.59(2)

[735] Za njemačko pravo v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 22. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 165. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 124. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 42. *Cf.* Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 256. – 257. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 429. - 430., koja problematizira zaštitu imatelja tražbina u podlozi WR-pripisa. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/139.

[736] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.66; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 14

ZPO; čl. 37 EO).[737] U slučaju stečaja skrbnika, ulagatelj – kao suvlasnik i samostalni ali posredni posjednik ili povjeritelj - ima izlučno pravo koje ga ovlašćuje zahtijevati od skrbnika u stečaju – kao nevlasnika i nesamostalnog ali neposrednog posjednika ili povjereničkog vlasnika i posrednog posjednika - predaju odnosno ustup tražbine na predaju odgovarajuće količine vrijednosnih papira određene vrste u neposredan posjed (čl. 47. InsO; čl. 44. IO).[738] Ako ulagatelj nije ujedno deponent, izlučenje mogu zahtijevati obojica.[739]

Uz ulagatelje, oba prava od kreditnog rizika donekle štite i komitente, koji su komisionaru naložili kupnju vrijednosnih papira.[740] Osim stečenog prava suvlasništva odnosno stečene „opredmećene" tražbine prema povjereniku, pravozaštitnu potrebu generira i očekivano pravo odnosno očekivana tražbina, kod kojih se očekivanje temelji na poduzimanju svih radnji potrebnih da se pravo odnosno tražbina stekne. Zaštita vrijedi u slučaju otvaranja stečaja nad komisionarom, a zaštitni mehanizam ovisi o stadiju izvršenja komisionog naloga na kupnju vrijednosnih papira. Ako stečaj preduhitri isporuku komisiono kupljenih vrijednosnih papira komisionaru i samim time njegovo stjecanje vlasništva na tim vrijednosnim papirima, i njemačko i austrijsko pravo komitenta štiti od kreditnog rizika komisionara oboružavši ga izlučnim pravom na tražbini komisionara za isporuku tih vrijednosnih papira prema prodavatelju (čl. 392. HGB u svezi s odredbom čl. 47. InsO).[741] Ako pak stečaj uslijedi nakon što su komisiono kupljeni vrijednosni papiri isporučeni komisionaru ali prije nego što ih je komisionar isporučio komitentu i samim time prenio mu vlasništvo tih vrijednosnih papira, oba prava ublažavaju kreditni rizik komisionara oboružavši komitenta pravom prvenstva (njem. *Vorrangrechte*; (*besondere*) *Vorrechte*) (čl. 32. st. 1. t. 1. i st. 3. dDepotG; čl. 23. st. 1. i 6. öDepotG).[742] Riječ je o pravu koje omogućuje prioritetno namirenje komitentove tražbine prema komisionaru za naknadu pretrpljene štete odnosno za restituciju stečenog bez osnove

[737] Za njemačko pravo, naročito u kontekstu zbirno upisanih elektroničkih vrijednosnih papira, v. Lieder, Jan, *op.cit*. (bilj. 357), str. 108. Za austrijsko pravo, naročito u kontekstu digitalne zbirne isprave, v. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 187. – 188.

[738] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 21; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 35; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 118; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 433. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/139; Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 186. – 187., koji o tome raspravlja u kontekstu digitalne zbirne isprave.

[739] Za odnos konkurirajućih zahtjeva za izlučenje u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/139.

[740] Na zaštitu ne mogu računati komitenti koji su komisionaru naložili prodaju vrijednosnih papira. Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 2.

[741] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 3.

[742] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 118; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 21. Za austrijsko pravo v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 147. Činjenica da su komisiono kupljeni ne bi bila dovoljna za izlučenje vrijednosnih papira iz stečajne mase komisionara kamo su dospjeli jer je otvaranje stečaja preduhitrilo komisionara u namjeri da vlasništvo tih vrijednosnih papira prenese komitentu.

isporukom ekvivalentnih vrijednosnih papira u vlasništvu komisionara koji se zateknu u stečajnoj masi („posebna masa“) (čl. 32. st. 3. r. 2. dDepotG; čl. 23. st. 6. r. 3. öDepotG).[743] Osim postojanja posebne mase, uvjet za takvu zaštitu komitentovo je ispunjenje obveza prema komisionaru iz ugovora koji se odnosi na te vrijednosne papire do otvaranja stečajnog postupka (čl. 32. st. 1. t. 1. dDepotG, čl. 23. st. 2. öDepotG).[744] Ako komitent nije u cijelosti ispunio svoje obveze kad je trebao, zaštita vrijedi samo ako neispunjeni dio obveza do otvaranja stečajnog postupka ne prelazi 10 % vrijednosti tražbina na isporuku vrijednosnih papira pod uvjetom da ih u cijelosti ispuni u roku od tjedan dana od poziva stečajnog upravitelja (čl. 32. st. 1. t. 3. dDepotG, čl. 23. st. 4. öDepotG).

Zaštiti ulagatelja od kreditnog rizika skrbnika namijenjena je i propisana obveza segregacije vrijednosnih papira u evidencijama podskrbnika.[745] Vlastite vrijednosne papire njemački skrbnik nije ovlašten držati na istom računu kod podskrbnika na kojem drži vrijednosne papire svojih klijenata. Njemačko pravo skrbnika obvezuje da vrijednosne papire svojih klijenata, zajedno s vlastitim vrijednosnim papirima za koje podskrbniku nije dao „obavijest o svom vlasništvu“, drži na tzv. „računu s tuđom imovinom“ (njem. *Fremddepot*), koji se još naziva „Račun B“.[746] Iz tih vrijednosnih papira mogu se namiriti isključivo „koneksne tražbine“ podskrbnika.[747] Vlastite vrijednosne papire za koje je podskrbniku dao „obavijest o svom vlasništvu“, zajedno s vrijednosnim papirima koje je „neograničeno založio“ u korist podskrbnika koristeći se ovlaštenjem iz čl. 12. st. 4. dDepotG ili čl. 13. dDepotG skrbnik je u njemačkom pravu obvezan držati na tzv. „računu s vlastitom imovinom“ (njem. *Eigendepot*), koji je još poznat kao „Račun A“ (čl. 6. st. (3) i čl. 10. st. (4) t. a. Depotbekanntmachung).[748] Ti vrijednosni papiri prikladni su za namirenje svih podskrbnikovih

[743] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 13; Unovčenje vrijednosnih papira koji čine posebnu masu i dioba ostvarenog utrška u većini slučajeva ne bi bili u interesu prioritetnih vjerovnika, koji potražuju vrijednosne papire a ne njihovu novčanu protuvrijednost. Unovčuju se, stoga, samo vrijednosni papiri koji se ne mogu isporučiti (*i.e.* koji preostanu nakon što se isporuče svi koji se mogu isporučiti).

[744] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 118. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/142; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 8-4. To može biti obveza plaćanja skrbničke naknade, obeštećenja skrbnika za troškove te otplate kredita osiguranog založnim pravom.

[745] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 55; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 22

[746] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 56; Za istu vrstu može se susresti i naziv „drugi depozit“ (njem. *Anderdepot*). Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 8; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 7; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 24; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.170; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 98.

[747] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 56; O koneksnim tražbinama podrobnije v. *infra*, str. 156.

[748] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 59; Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 8; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 6; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 23; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.169

tražbina prema skrbniku.[749] Vrijednosne papire svojih klijenata koje je – sukladno dobivenom ovlaštenju - založio u korist podskrbnika skrbnik po njemačkom pravu ima obvezu držati na tzv. „računu sa založenom imovinom“ (njem. *Pfanddepot*) iliti „Računu C“ (čl. 6. st. (2) r. 1. Depotbekanntmachung) kad je riječ o „redovitom zalaganju“ sukladno čl. 12. st. 2. dDepotG, odnosno na tzv. „računu s posebno založnom imovinom“ (njem. *Sonderpfanddepot*) iliti „Računu D“ (čl. 6. st. (2) r. 1. i čl. 10. st. (4) t. d. Depotbekanntmachung) kad je riječ o „ograničenom zalaganju“ sukladno čl. 12. st. 3. dDepotG.[750] Vrijednosni papiri na tim računima mogu poslužiti samo za namirenje podskrbnikove tražbine na otplatu kredita za refinanciranje odobrenog skrbniku, visina koje ne može premašiti iznos kredita koji je skrbnik odobrio svim ulagateljima, u slučaju „redovitog zalaganja“, odnosno konkretnom ulagatelju, u slučaju „ograničenog zalaganja“.[751]

4.3.2 Rizik intermedijerove zlouporabe

Ni njemačko ni austrijsko pravo ulagatelja ne štiti od rizika skrbnikove zlouporabe.[752] Rizik je u oba prava posljedica skrbnikove mogućnosti da pohranjenim vrijednosnim papirima, koje posjeduje ali mu ne pripadaju, valjano raspolaže u korist poštenog stjecatelja, čak i kad za to nije ovlašten. Ako su za to ispunjene propisane pretpostavke, raspolaganje mimo ulagateljeve volje stjecatelju pribavlja pravo na vrijednosnim papirima koje je ulagatelj povjerio skrbniku na pohranu. Nepostojanje ovlaštenja ili skrbnikovo iskakanje izvan granica danog ovlaštenja raspolaganje ne čini *per se* ništetnim jer se zakonske odredbe koje uređuju ovlaštenje za raspolaganje zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima ne primjenjuju na odnos između skrbnika i „trećeg“ (*e.g.* založnog vjerovnika).[753] Učinak raspolaganja bez odgovarajućeg ovlaštenja ovisi o tome jesu li ispunjene pretpostavke za zaštitu poštenog stjecatelja.[754] Neovlašteno raspolaganje zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima može biti kažnjivo (čl.

[749] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 59; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 23

[750] O „Računu C“ v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 57; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 8; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 25; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.171. O „Računu D“ v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 58; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 9; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 26; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.172. Za vrijednosne papire svakog pojedinog skrbnikovog klijenta podskrbnik treba otvoriti zaseban „Račun D“.

[751] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 57, 58; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 25, 26

[752] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 167; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 570.

[753] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 2, § 12a Rd. 19

[754] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 5; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 13 Rd. 21; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 174., 220. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 251. Po *Wustovom* i *Michelerinom* mišljenju, pretpostavke su u pravilu ispunjene.

246. StGB, čl. 266. StGB, čl. 34. dDepotG) i rezultirati odgovornošću skrbnika za štetu (čl. 12a st. 2. dDepotG).[755] Kad je riječ o povjereničkoj pohrani u inozemstvu, rizik skrbnikove (*i.e.* bančine) zlouporabe je nešto veći jer učinak raspolaganja ne ovisi o ispunjenju pretpostavki za zaštitu poštenog stjecatelja.[756]

Rizik skrbnikove zlouporabe i njemačko i austrijsko pravo ublažava u slučaju kad vrijednosne papire, koje je primio na zbirnu pohranu, skrbnik povjeri „trećemu" (*e.g.* podskrbniku). U tom slučaju ulagatelja donekle štiti zakonski mehanizam koji sužava prostor za *bona fide* stjecanje.

Glavni dio tog mehanizma neoboriva je zakonska „presumpcija tuđeg vlasništva" (njem. *Fremdvermutung*). Uzima se da je „trećemu" poznato da vrijednosni papiri koje mu je skrbnik povjerio nisu njegovo (*i.e.* skrbnikovo) vlasništvo (čl. 4. st. 1. r. 1. dDepotG; čl. 9. st. 2. r. 1. öDepotG). „Presumpcija tuđeg vlasništva" smetnja je da „treći", pouzdajući se u skrbnikovo vlasništvo, *in bona fide* stekne (neograničeno ili ograničeno) stvarno pravo na ulagateljevim vrijednosnim papirima koje je primio (*e.g.* na pohranu).[757] Zaštita koju ulagateljima pruža „presumpcija tuđeg vlasništva" nije potpuna. Razlog tome njezin je ograničeni doseg i mogućnost zaobilaženja njezine primjene. U njemačkom pravu „presumpcija tuđeg vlasništva" vrijedi samo kad je skrbnik njemačka kreditna institucija (čl. 4. st. 3. r. 1. dDepotG). I u njemačkom i u austrijskom pravu „presumpcija tuđeg vlasništva" vrijedi samo kad „treći" ima sjedište u Njemačkoj odnosno Austriji. Ona ne priječi da „treći" sa sjedištem u Njemačkoj *bona fide* stekne stvarno pravo na ulagateljevim vrijednosnim papirima pouzdajući se u vlasništvo povjeritelja koji nije njemačka kreditna institucija niti da „treći" sa sjedištem izvan Njemačke odnosno Austrije *bona fide* stekne stvarno pravo na ulagateljevim vrijednosnim papirima pouzdajući se u vlasništvo povjeritelja neovisno o tome tko je.[758] I u njemačkom i u austrijskom

[755] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 29, § 12a Rd. 20 - 21, § 13 Rd. 26; Neovlašteno nije samo raspolaganje bez odgovarajućeg ovlaštenja već i kršeći zakonom propisane pretpostavke.

[756] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 204. *Cf.* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 354., koji to povećanje ne smatra značajnim. Slično i Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 570., koja smatra da imatelj tražbine prema banci nije manje zaštićen od suvlasnika zbirnog portfelja.

[757] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 1, 10; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 9 Rd. 1; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn.16; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 98. Presumpcija ne vrijedi samo kod podskrbništva već u svim slučajevima povjeravanja vrijednosnih papira trećemu, neovisno o pravnoj osnovi. Pouzdajući se u skrbnikovo pravo vlasništva, „treći" ne može steći ni pravo vlasništva ni založno pravo ili pravo zadržanja. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/64; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 148.

[758] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 9. Kod povjereničke pohrane u inozemstvu nevaženje „presumpcije tuđeg vlasništva" donekle kompenzira obveza njemačke banke da od stranog skrbnika ishodi tzv. „očitovanje u tri točke" (njem. *Drei-Punkte-Erklärung*), kojim strani skrbnik potvrđuje *inter alia* da je upoznat s činjenicom da vrijednosni papiri (barem u ekonomskom smislu) ne pripadaju njemačkoj banci već njezinim klijentima. O

pravu „presumpcija tuđeg vlasništva“ vrijedi samo ako bi se „treći“ pouzdao u skrbnikovo vlasništvo vrijednosnih papira koje mu je povjerio. Ona nije smetnja za *bona fide* stjecanje stvarnog prava na ulagateljevim vrijednosnim papirima pouzdajući se u skrbnikovo ovlaštenje za raspolaganje tim vrijednosnim papirima (čl. 185. st. 1. BGB; čl. 366. st. 1. HGB; čl. 367. *et seq.* i 456. ABGB)[759].[760] Podskrbnik se može pouzdati u konkludentno očitovanje (među)skrbnika da je ishodio potrebna ovlaštenja u potrebnoj formi za polaganje vrijednosnih papira na „Račun C“ odnosno „Račun D“.[761] Unatoč važenju „presumpcije tuđeg vlasništva“, rizik za ulagatelje nužno ne nestaje ni kod *bona fide* stjecanja s osloncem na skrbnikovo vlasništvo vrijednosnih papira. Njezin zaštitni učinak skrbnik može neutralizirati dajući „trećemu“ sadržajno netočnu „obavijest o svom vlasništvu“ (njem. *Eigenanzeige*) (čl. 4. st. 2. dDepotG; čl. 9. st. 3. öDepotG). Ništa ne priječi „trećeg“ koji je primio takvu obavijest da *in bona fide* stekne stvarno pravo na vrijednosnim papirima pouzdajući se u skrbnikovo vlasništvo. Kao ni *bona fide* stjecanje bez „obavijesti o tuđem vlasništvu“, ni *bona fide* stjecanje temeljem sadržajno netočne „obavijesti o svom vlasništvu“ nije ograničeno ni vrstom prava (*e.g.* založno pravo) ni vrstom osigurane tražbine (*e.g.* koneksne tražbine).[762]

U njemačkom pravu, dio tog mehanizma zakonska je obveza skrbnika koji nije njemačka kreditna institucija da „trećemu“ pravovremeno dostavi „obavijest o tuđem vlasništvu“ (njem. *Fremdanzeige*) (čl. 4. st. 3. r. 2. dDepotG). Takvu obvezu u austrijskom pravu ima (među)skrbnik kad vrijednosne papire povjerava podskrbniku u inozemstvu (čl. 9. st. 4. öDepotG).[763] Zaštitni učinak dostave takve obavijesti jednak je učinku „presumpcije tuđeg

„očitovanju u tri točke“ podrobnije v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 141; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.92; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24. – 25. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 173. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 192. – 193. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 340. – 341.

[759] Sukladno odredbi čl. 185. st. 1. BGB, raspolaganje određenom stvari od strane neovlaštene osobe valjano je ako se s raspolaganjem suglasila ovlaštena osoba. Sukladno odredbi čl. 366. st. 1. HGB, ako trgovac u obavljanju svoje trgovačke djelatnosti otuđi ili optereti pokretnu stvar koja mu ne pripada, odredbe BGB-a primjenjuju se u korist onih koji svoja prava izvode od neovlaštene osobe, čak i ako se stjecateljeva dobra vjera odnosi na ovlaštenje otuditelja ili opteretitelja da raspolaže sa stvari za vlasnika. Sukladno čl 367. r. 1. ABGB, vlasnička tužba protiv zakonitog i savjesnog posjednika pokretne stvari odbacit će se ako posjednik dokaže da je stvar stekao uz naknadu… od poduzetnika u redovnom obavljanju njegove djelatnosti ili od nekoga kome ju je prethodni vlasnik povjerio. Sukladno čl. 456. ABGB, ako pokretnu stvari založi netko kome ne pripada i tko njome nije ovlašten raspolagati, vlasnik u pravilu ima pravo na njezin povrat. Međutim, u slučajevima kada je vlasnička tužba protiv zakonitog i savjesnog posjednika za odbiti (§§ 367 i 368), vlasnik je dužan obeštetiti založnog vjerovnika ili prepustiti zalog i zadovoljiti se odštetnim zahtjevom protiv zalogodavca ili trećih osoba.

[760] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 7; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 16, 31; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 100. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/64, 4/90.

[761] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 31

[762] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 14. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/91.

[763] Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-8

vlasništva“.[764] Budući da skrbnik koji je kadar neovlašteno raspolagati zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima očito ne preže od kršenja zakonskih obveza, pravozaštitni potencijal ovog dijela zakonskog mehanizma krajnje je upitan. Skrbnikov propust da ispuni svoju zakonsku obvezu omogućuje „trećemu“, koji nije primio „obavijest o tuđem vlasništvu“, da stekne stvarno pravo na ulagateljevim vrijednosnim papirima pouzdajući se da su vlasništvo skrbnika. Kao ni *bona fide* stjecanje temeljem sadržajno netočne „obavijesti o svom vlasništvu“, ni *bona fide* stjecanje bez „obavijesti o tuđem vlasništvu“ nije ograničeno ni vrstom prava (*e.g.* založno pravo) ni vrstom osigurane tražbine (*e.g.* koneksne tražbine).[765]

Kod zbirne pohrane u inozemstvu, dio tog mehanizma obveza je njemačkog središnjeg depozitorija u slučaju prekogranične žiro zbirne pohrane odnosno njemačke banke u slučaju povjereničke pohrane ugovoriti sa stranim središnjim depozitorijem odnosno skrbnikom ograničenja po pitanju vrste stvarnog prava i osigurane tražbine jednaka onima koja po sili zakona vrijede za njemačke podskrbnike (čl. 4. st. 1. r. 2. dDepotG; čl. 10. st. 6. WpDVerOV).[766] Tako se popunjava praznina nastala nevaženjem „presumpcije tuđeg vlasništva“ i propisanih ograničenja na podskrbnike sa sjedištem u inozemstvu, s ciljem jednake zaštite ulagatelja kao da je riječ o zbirnoj pohrani u Njemačkoj.[767]

Kod *bona fide* stjecanja pouzdajući se u ovlaštenje skrbnika za raspolaganje vrijednosnim papirima, rizik skrbnikove zlouporabe i u njemačkom i u austrijskom pravu ublažava zakonsko ograničenje po pitanju vrste prava koje „treći“ može *bona fide* steći na ulagateljevim vrijednosnim papirima i vrste tražbine koja može biti osigurana takvim pravom. Ne može biti govora o poštenju „trećeg“ ako je riječ o raspolaganju za koje skrbnik po zakonu nije ni mogao biti ovlašten. Povrh (zakonskog ili ugovornog) prava zadržanja, na ulagateljevim vrijednosnim papirima „treći“ može *bona fide* steći samo založno pravo. Osim tzv. koneksnih tražbina, osigurane mogu biti samo tražbine za osiguranje kojih založnim pravom postoji dopuštena pravna osnova (čl. 4. st. 1. r. 2. dDepotG; čl. 10. st. 6. WpDVerOV; čl. 9. st. 2. r. 2. öDepotG).[768] Koneksne tražbine tražbine su „trećeg“ prema skrbniku koje potječu iz „posla

[764] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 17
[765] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 16
[766] Takva obveza kod povjereničke pohrane izrijekom proizlazi iz odredbe čl. 3. st. (4) Depotbekanntmachung, dok se kod prekogranične žiro zbirne pohrane izvodi iz propisanog zahtjeva za jednakom vrijednošću ulagateljevog pravnog položaja onom koji bi imao po njemačkom pravu (čl. 5. st. 4. r. 1. t. 2. dDepotG). O ugovaranju tih ograničenja koristeći se tzv. „očitovanjem u tri točke“ (njem. *Drei-Punkte-Erklärung*) kod povjereničke pohrane v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 141; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.93; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 25. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 340.
[767] O tome v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 9; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 36
[768] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 10, 12; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 17

povjeravanja“ (njem. *Anvertrauungsgeschäft*) koji su skrbnik i „treći“ sklopili neposredno o vrijednosnim papirima i koji se tiče vrijednosnih papira.[769] Najčešće je riječ o tražbinama s naslova skrbničke naknade, troškova administriranja i izdataka povezanih s realizacijom prava prvenstva pri upisu, ali to mogu biti i tražbine povezane s nabavkom vrijednosnih papira.[770] Dopuštena pravna osnova postoji za tražbine radi osiguranja kojih se vrijednosni papiri zalažu sukladno pojedinom pravnom poslu koji su skrbnik i podskrbnik sklopili u svezi s tim vrijednosnim papirima. U većini slučajeva riječ je o tražbinama na otplatu kredita podskrbniku, koji je skrbnik uzeo da bi ulagatelju dao kredit.[771]

Rizik skrbnikove zlouporabe i njemačko i austrijsko pravo ublažava i u slučaju kad se nad skrbnikom, koji je protupravno raspolagao pohranjenim vrijednosnim papirima povrijedivši time ulagateljevo pravo suvlasništva, otvori stečaj. U tom slučaju ulagatelja, kojeg protupravno raspolaganje ostavlja s tražbinom prema skrbniku u stečaju za naknadu pretrpljene štete ili za restituciju stečenog bez osnove, donekle štiti zakonom zajamčeno pravo prvenstva (njem. *Vorrangrechte*; (*besondere*) *Vorrechte*) (čl. 32. st. 1. t. 2. i st. 3. dDepotG; čl. 23. st. 3. i 6. öDepotG).[772] Riječ je o pravu koje omogućuje prioritetno namirenje ulagateljeve tražbine isporukom ekvivalentnih vrijednosnih papira u vlasništvu skrbnika, koji se zateknu u stečajnoj masi („posebna masa“) (čl. 32. st. 3. r. 2. dDepotG; čl. 23. st. 6. r. 3. öDepotG).[773] Nisu dio posebne mase vrijednosni papiri kojih je banka povjerenik (*e.g.* vrijednosni papiri pohranjeni u inozemstvu temeljem kojih je banka provela WR-pripis u korist svog klijenta).[774] Ako posebna masa sadrži trajnu globalnu ispravu stečajni upravitelj ulagateljima prenosi udjele u zbirnom portfelju pripisima na njihove račune vrijednosnih papira kod skrbnika koje odrede.[775] Uvjet za

[769] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 11; Kod tražbina za podmirenje troškova podskrbništva pitanje podskrbnikovog poštenja u pravilu se ne postavlja jer se ovlaštenje skrbnika za zalaganje izvodi iz njegovog zakonskog ovlaštenja povjerene mu vrijednosne papire prepustiti na pohranu podskrbniku (čl. 3. st. 1. dDepotG).
[770] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 11; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 18, 87. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/83; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-7.
[771] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 12; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 19. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/86; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-7.
[772] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 21, § 32 Rd. 4; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 118. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/141.
[773] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 13; Unovčenje vrijednosnih papira koji čine posebnu masu i dioba ostvarenog utrška u većini slučajeva ne bi bili u interesu prioritetnih vjerovnika, koji potražuju vrijednosne papire a ne njihovu novčanu protuvrijednost. Unovčuju se, stoga, samo vrijednosni papiri koji se ne mogu isporučiti (*i.e.* koji preostanu nakon što se isporuče svi koji se mogu isporučiti).
[774] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/143; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 8-4.
[775] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 13; Isto vrijedi i u austrijskom pravu, v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/144. *Scherer* smatra da bi, zbog rizika povezanih s isporukom pojedinačnih vrijednosnih papira, stečajni upravitelj skrbnika u svakom slučaju ulagateljima trebao prioritetnim vjerovnicima ponuditi takav način diobe.

zaštitu postojanje je takvih vrijednosnih papira u stečajnoj masi i ispunjenje ulagateljevih obveza prema skrbniku iz ugovora koji se odnosi na vrijednosne papire kojima je skrbnik protupravno raspolagao do otvaranja stečajnog postupka (čl. 32. st. 1. t. 1. dDepotG; čl. 23. st. 3. öDepotG).[776] Čak i ako ulagatelj nije pravovremeno ispunio sve svoje obveze, zaštićen je ako neispunjeni dio obveza do otvaranja stečajnog postupka ne prelazi 10 % vrijednosti tražbina na isporuku vrijednosnih papira pod uvjetom da ih u cijelosti ispuni u roku od tjedan dana od poziva stečajnog upravitelja (čl. 32. st. 1. t. 3. dDepotG, čl. 23. st. 4. öDepotG). Zaštita ne ovisi o tome može li ulagatelj „svojim" vrijednosnim papirima, kojima je skrbnik protupravno raspolagao, ući u trag (njem. *Rechtsverfolgung*) ni postoji li krivnja na strani skrbnika.[777] Zaštitu ulagatelj može ostvariti osobno, ako je sam položio svoje vrijednosne papire na pohranu kod skrbnika koji je njima protupravno raspolagao – ili posredstvom deponenta, koji je položio njegove vrijednosne papire na pohranu kod tog skrbnika.[778]

4.4 Američko pravo

4.4.1 Kreditni rizik intermedijera

Američko pravo štiti ulagatelje od kreditnog rizika intermedijera.[779] Zaštita je posljedica istovremenog postojanja više različitih mehanizama.

Prva linija obrane ulagatelja zakonska je subordinacija (običnih) tražbina prema intermedijeru. Ono što čini pokriće za ovlasti zakon sklanja izvan dohvata intermedijerovih neosiguranih vjerovnika. U mjeri u kojoj su nužna kao pokriće za ovlasti glede određene financijske imovine, sva prava na toj financijskoj imovini koja drži intermedijer nisu predmet tražbina intermedijerovih vjerovnika (§ 8-503(a) UCC 1994).[780] Sva ta prava intermedijer drži

---

[776] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 118. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/142. To može biti obveza plaćanja skrbničke naknade, obeštećenja skrbnika za troškove te otplate kredita osiguranog založnim pravom.

[777] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4; Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/141. Za zaštitu dovoljna je protupravnost skrbnikovog raspolaganja.

[778] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/145; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 8-5. Uobičajeno je da iz ugovora između deponenta i vlasnika proizlazi obveza deponenta da ostvaruje pravo prvenstva u interesu vlasnika i da mu odgovara za štetu koju mu prouzrokuje njezinim neispunjenjem. U slučaju stečaja podskrbnika, (među)skrbnik treba realizirati pravo prvenstva, kako za svoje vrijednosne papire tako i za vrijednosne papire svojih klijenata.

[779] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1450., 1517. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 313. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 400. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 163. Micheler, Eva, Modernising, *op.cit*. (bilj. 132), str. 12. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-008; Neizvrgnutost ulagatelja kreditnom riziku američkog središnjeg depozitorija (DTC) konstatira i *Rögner* (Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 168). Zaštiti ulagatelja namijenjen je *inter alia* upis Cede & Co u izdavateljev registar dionica. O zaštiti v. i Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 362.

[780] Odredbu § 8-503(a) UCC 1994 *Facciolo* smatra jednom od radikalnijih dijelova zakonskog teksta, v. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 660. Po mišljenju *Rögnera*, ta odredba zaslužna je da imovina koju intermedijer drži za svoje klijente bude izvan dohvata intermedijerovih vjerovnika, v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 168,

za ovlaštenike. Svoje tražbine prema intermedijeru njegovi vjerovnici ne mogu namiriti iz intermedijerovih prava na financijskoj imovini ako i u mjeri u kojoj bi time nastao manjak.[781]

Osim na zakonskoj subordinaciji tražbina intermedijerovih neosiguranih vjerovnika, zaštita ulagatelja počiva na stvarnopravnoj naravi ovlasti (§ 8-102(a)(17), 8-503(b) UCC 1994). Stvarno pravo utkano u ovlast ne dopušta da prava na financijskoj imovini koja joj služe kao pokriće pripadnu intermedijeru. Inače prijeporna, stvarnopravna komponenta ovlasti odraz je potrebe za zaštitom ovlaštenika od nasrtaja intermedijerovih vjerovnika.[782]

Zaštitu od kreditnog rizika intermedijera ulagatelji crpe i iz povjereničkog odnosa s intermedijerom.[783] Ni u američkom pravu imovina na povjerenstvu ne ulazi u stečajnu masu povjerenika (*i.e.* intermedijera) niti može biti predmet ovrhe pokrenute protiv povjerenika.

Ni koegzistentnost više različitih zaštitnih mehanizama (*i.e.* zakonske subordinacije tražbina intermedijerovih vjerovnika, stvarnopravne naravi ovlasti i povjereničkog odnosa ulagatelja i intermedijera) dijelu doktrine nije dovoljna za zaključak da ulagatelji ne snose kreditni rizik intermedijera. Po mišljenju *Schwarcza* i *Benjamin*, tom riziku ulagatelja potencijalno izlaže intermedijerovo vlastito (stvarno) pravo glede financijske imovine na pohrani.[784] Kod skrbničkog lanca, pokriće za ovlast ulagatelja ovlast je intermedijera. Ako otvaranjem stečaja nad intermedijerom sva njegova prava dospijevaju u stečajnu masu, tamo mogu – u, za ulagatelje, nepovoljnom raspletu događaja – (barem privremeno) završiti i njegove ovlasti, koje su u podlozi ulagateljevih. Po mišljenju *Facciola*, kreditni rizik intermedijera

186. O privilegiranju ovlaštenika spram intermedijerovih vjerovnika v. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 161. O otpornosti imovine koja čini pokriće na ovrhu protiv intermedijera i na intermedijerov stečaj v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 243.

[781] Štiteći na takav način ulagatelje od kreditnog rizika intermedijera američko pravo potencira kreditni (*i.e.* stečajni) rizik koji snose intermedijerovi vjerovnici. Svoje tražbine prema intermedijeru vjerovnici ne mogu namiriti iz financijske imovine koja je potrebna za pokriće ovlasti, a to može biti sva financijske imovina koju intermedijer drži. Nemogućnost intermedijera da namiri svoje obveze prema ulagateljima utječe na mogućnost intermedijera da namiri svoje obveze prema vjerovnicima, ali ne i *vice versa.* O tome v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1518. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 215.

[782] Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 313. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 43. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 400. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13., 47. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 51. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1894. Prepoznavši tu potrebu zakonodavac je predvidio da ovlast sadrži stvarnopravnu komponentu.

[783] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 168; Slično Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 995. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 118. Za sličnost „koncepta" s pravom povjerenstva uslijed zaštite ovlaštenika od zahvata intermedijerovih vjerovnika v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 250.

[784] Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 309. Iznoseći takav stav *Schwarcz* i *Benjamin* ne uzimaju u obzir povjerenički odnos ulagatelja i intermedijera. Neovisno o tome što mu pripadaju, u stečajnu masu intermedijera ne ulaze prava kojih je nositelj kao povjerenik. Ako intermedijerovo pravo glede pohranjene financijske imovine nije koristovno, ulagatelju ne bi trebao prijetiti kreditni rizik intermedijera. O tome v. i Kim, Kon Sik, *op.cit*. (bilj. 184), str. 335.

posljedica je zakonskog opisa ulagateljevog prava. Ne bi ga bilo da ovlast nije definirana kao skup prava prema intermedijeru, već kao pravo na određenoj financijskoj imovini.[785]

Osim što ih štiti od kreditnog rizika intermedijera, ulagateljima američko pravo pod određenim uvjetima pruža zaštitu od nepovoljnih posljedica intermedijerovog zasnivanja prava radi osiguranja na financijskoj imovini.[786] Ono što čini pokriće za ovlasti zakon pod tim uvjetima sklanja izvan dohvata intermedijerovih osiguranih vjerovnika. Zaštita ulagatelja ovisi o identitetu davatelja osiguranja (*i.e.* je li riječ o „običnom" brokeru-*dealeru* ili o društvu za poravnanje) i kontroli nad objektom prava radi osiguranja kad davatelj osiguranja nije društvo za poravnanje (*i.e.* kontrolira li je intermedijer ili njegov osigurani vjerovnik). Ako intermedijer, koji nije društvo za poravnanje, kontrolu nije prepustio osiguranom vjerovniku, financijska imovina koju drži primarno se koristi za pokriće ovlasti, a tek podredno za ostvarenje prava radi osiguranja.[787] Kao što čini i s (običnim) tražbinama, zakon pod tim uvjetima podređuje prava radi osiguranja intermedijerovih vjerovnika pravima ulagatelja (§ 8-511(a) UCC 1994). U srazu dva konkurirajuća stvarna prava na istom objektu prevagu nad pravom radi osiguranja u tom slučaju odnosi ovlast. Ako ga nisu stekli od društva za poravnanje, pravo radi osiguranja svojima nositeljima ne daje prednost pri namirenju osigurane tražbine iz vrijednosti njegovog objekta, ako taj objekt ne kontroliraju. Izostanak kontrole osigurane vjerovnike faktički onemogućuje da preduhitre ulagatelje unovčivši objekt svog prava radi namirenja osigurane tražbine.

Zaštita ulagatelja od nepovoljnih posljedica intermedijerovog zasnivanja prava radi osiguranja na financijskoj imovini u američkom pravu nije bezuvjetna. Ako nisu ispunjeni propisani uvjeti, pokriće za ovlasti na dohvat je intermedijerovih osiguranih vjerovnika. Financijska imovina koju intermedijer drži primarno se koristi za ostvarenje prava radi osiguranja, a tek podredno za pokriće ovlasti ako je intermedijer (*i.e.* davatelj osiguranja) društvo za poravnanje ili ako je intermedijer koji nije društvo za poravnanje kontrolu financijske imovine, koja je objekt prava radi osiguranja, prepustio osiguranom vjerovniku. Nezaštićenost ulagatelja manifestira se kroz zakonsko privilegiranje prava radi osiguranja

[785] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 661.
[786] Po tome je američko pravo blagonaklonije prema ulagateljima od ostalih poredbenih prava, koja ih i u takvim slučajevima podređuju intermedijerovim osiguranim vjerovnicima.
[787] *Schroeder* ukazuje na sličnost odredbe § 8-511(a) UCC 1994 odredbama BC odnosno SIPA-e po tome što klijentima intermedijera daje prednost glede „imovine klijenata" u odnosu na osigurane vjerovnike intermedijera, v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 487. Za raspravu o opravdanosti takvog privilegiranja ovlaštenika spram intermedijerovih osiguranih vjerovnika koji ne kontroliraju financijsku imovinu v. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1901. – 1902.

intermedijerovih vjerovnika koji su se domogli kontrole nad financijskom imovinom (§ 8-511(b) UCC 1994), kao i onih koji su pravo stekli od društva za poravnanje (§ 8-511(c) UCC 1994).[788] U tim slučajevima, realizacija prava osiguranog vjerovnika ovlast može ostaviti bez pokrića.

Primat osiguranih vjerovnika intermedijera koji kontroliraju financijsku imovinu nad ulagateljima izazvao je brojne polemike u američkoj stručnoj javnosti.[789] Dio doktrine (*e.g. Facciolo*, *Schwarcz* i *Benjamin*) zbog toga glasno negoduje.[790] Osim što financijsku imovinu ne mogu uzeti pod svoju kontrolu, ulagatelji ne mogu ni spriječiti intermedijerovog osiguranog vjerovnika da uspostavi kontrolu nad financijskom imovinom.[791] Pravna sudbina ulagatelja ovisi, stoga, isključivo o postupanju intermedijera s financijskom imovinom, na koje ne mogu utjecati. Drugi dio doktrine (*e.g. Schroeder*) podržava favoriziranje takvih intermedijerovih vjerovnika opravdavajući ga običajima na tržištu, slobodnom prenosivošću financijske imovine, propisima koji uređuju poslovanje intermedijera i osiguranjem od štete uzrokovane manjkom.[792] Osim što je pravnopolitički opravdan, podređeni položaj ulagatelja praktički je neumitan. Inferiornost ulagatelja, koju oni u tom slučaju ne mogu izbjeći, posljedica je kontrole

[788] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 660. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 325. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 726., 734. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 242. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 218. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, How to be Secure When Your Collateral Is a Security: A Guide to the Creation and Perfection of Security Interests in Investment Property under the 1994 Revisions to the Uniform Commercial Code, North Carolina Banking Institute, [Vol. 4 2000], http://scholarship.law.unc.edu/ncbi/vol4/iss1/8, str. 201.

[789] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1512. Pravilo o redoslijedu prvenstva iz odredbe § 8-511(b) UCC 1994, *Rogers* ubraja među najkontraverznije elemente pravnog uređenja uvedenog novelom čl. 8. UCC-a iz 1994 godine. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 489. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 334. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, *op.cit*. (bilj. 788), str. 192., 201.

[790] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 666., 712. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 250. Podvrgavanje ovlaštenika osiguranim vjerovnicima intermedijera koji kontroliraju financijsku imovinu *Schwarcz* i *Benjamin* smatraju krajnje neuobičajenom jer vlasništvo (*i.e.* neograničeno stvarno pravo) stavlja u podređeni položaj u odnosu na pravo radi osiguranja (*i.e.* ograničeno stvarno pravo) koje je zasnovano bez suglasnosti vlasnika, v. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 325.

[791] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 726. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 299. Čl. 8. UCC 1994 ne štiti one koji se ne mogu ili ne žele zaštititi tako da uzmu vrijednosne papire pod kontrolu. Riječ je, po mišljenju *Schroeder*, u većini slučajevima o malim ulagateljima. Za kritiku odredbe § 8-511 (b) UCC 1994 zbog propusta da se zaštite mali ulagatelji v. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 335. Po mišljenju *Garvina*, zakonodavac je malim ulagateljima trebao dati prednost pred intermedijerovim osiguranim vjerovnicima koja bi vrijedila u svim slučajevima, čak i onda kad bi se potonji domogli kontrole vrijednosnih papira.

[792] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 489. *cf*. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 325. Većinu argumenata u prilog takvom pozicioniranju nositelja konkurirajućih stvarnih prava na financijskoj imovini *Schwarcz* i *Benjamin* smatraju neuvjerljivim. Ni poimanje tržišnih običaja prilikom zasnivanja prava radi osiguranja nije bez prijepora. Za razliku od *Rogersa* (Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 325.), *Facciolo* (Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 664.) ne smatra da je do stupanja na snagu novele čl. 8. 1994. godine bilo uobičajeno osiguranom vjerovniku omogućiti kontrolu financijske imovine. Po njegovom mišljenju, zakonodavac tom novelom nije ozakonio tržišnu praksu već je dao snažan povod za njezinu izmjenu. O razlozima za privilegiranje intermedijerovih osiguranih vjerovnika koji kontroliraju financijsku imovinu v. i Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 734. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 334.

financijske imovine od strane osiguranih vjerovnika intermedijera.[793] Kontrolirajući financijsku imovinu koja je objekt njihovog prava radi osiguranja osigurani vjerovnici intermedijera mogu prioritetno namiriti svoje osigurane tražbine iz njezine vrijednosti ne obazirući se na činjenicu da je ta financijska imovina ujedno pokriće za ovlasti ulagatelja.[794] Pravnopolitičko opravdanje za podređivanje ulagatelja uvjerenje je u važnost vjerovnika za poslovanje intermedijera i stabilnost sustava u cjelini.[795]

Za razliku od primata osiguranih vjerovnika intermedijera koji kontroliraju financijsku imovinu, primat osiguranih vjerovnika društva za poravnanje nad ulagateljima stvorio je malo kontroverzi. Doktrina ga prihvaća gotovo bez pogovora.[796] Razlog tome zanemarivi su izgledi za nastanak manjka u zbirnom portfelju društva za poravnanje.[797] Sve dok društvo za poravnanje drži dovoljno financijske imovine za pokriće ovlasti i namirenje osiguranih tražbina formalna podređenost ulagatelja osiguranim vjerovnicima ne dolazi do izražaja u praksi. Nizak intenzitet kreditnog rizika, koji ulagateljima prijeti od društva za poravnanje, posljedica je njegovog predmeta poslovanja. Za razliku od većine intermedijera, društva za poravnanje ne trguju za vlastiti račun, zbog čega imaju manje vjerovnika i nižu zaduženost. Predmet poslovanja društva za poravnanje uzrok je i inferiornosti ulagatelja. Favoriziranje osiguranih vjerovnika društava za poravnanje pravnopolitički opravdava potreba da se usluzi poravnanja i

[793] Prednost osiguranih vjerovnika koji kontroliraju financijsku imovinu *Rogers* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1513.) smatra posljedicom rutinske primjene načela konačnosti. *Hakes* (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 726.) je, pak, dovodi u vezu s činjenicom da kontrola investicijske imovine nosi sa sobom „najšira moguća prava". *Schroeder* (Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 297.) je objašnjava primjenom načela negocijabilnosti radi zaštite utrživosti vrijednosnih papira, integriteta tržišta i konačnosti namire transakcija.

[794] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 356. Po mišljenju *Schroeder*, takva mogućnost i posljedična prednost osiguranih vjerovnika intermedijera, koji kontroliraju objekt svog prava radi osiguranja, pred ulagateljima posljedica je „politike super-negocijabilnosti".

[795] *Combs* (Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 402.) prihvaća tezu o nužnosti davanja prednosti intermedijerovim vjerovnicima kako bi mu se osigurao pouzdan i povoljan izvor financiranja maržnih zajmova koje odobrava ulagateljima, povećavajući time likvidnost na tržištu. Takva teza polazi od uvjerenja da je stavljanje ovlaštenika u podređeni položaj nužno kako bi se povećao priljev i smanjila cijena novca namijenjenog kupnji vrijednosnih papira i opravdano zbog povoljnih učinaka na tržišnu likvidnost. Na tom tragu je i *Hakes* (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 785.), koji sigurnost davatelja kredita smatra ključnom za ublažavanje sistemskog rizika. *Contra* Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 664. *Facciolo* ukazuje na sporednu ulogu kreditnih linija prilikom financiranja brokera-*dealera*, koje dolaze u prvi plan samo u slučaju velike potrebe za likvidnošću. Po njegovom mišljenju, preuveličava se značenje banaka za održivost poslovanja brokera-*dealera* s obzirom da su kreditne linije tek podredni izvor likvidnosti za kojom posežu samo u slučaju nužde. Značenje banaka nije takvo da bi opravdalo prilagodbu pravnog okvira svojim potrebama, a kamoli pogodovanje u odnosu na osobe.

[796] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 726. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 488. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 400. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 364. *et seq*. Jedini tko ustraje u kritici zakonskog favoriziranja osiguranih vjerovnika intermedijera (u konkretnom slučaju društava za poravnanje) nauštrb ulagatelja je *Facciolo*. O razlozima za kritiku detaljnije v. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 672.

[797] U pravnoj književnosti (Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 326.) može se susresti teza da, drugačije nego kod ostalih financijskih intermedijera, kod društava za poravnanje ne prijeti rizik stečaja i manjka vrijednosnih papira.

namire pribavi trajni i pouzdani izvor likvidnosti, bez kojeg ne može.[798] Položaj ulagatelja u srazu s osiguranim vjerovnicima društva za poravnanje ne ovisi o kontroli financijske imovine. Razlog tome nepraktičnost je omogućavanja kontrole nad financijskom imovinom, koju društvo za poravnanje drži neposredno.[799]

4.4.2 Rizik intermedijerove zlouporabe

Američko pravo ne uklanja rizik intermedijerove zlouporabe.[800] Svaki onaj tko vrijednosne papire drži posredstvom intermedijera izvrgava se riziku da će intermedijer tim vrijednosnim papirima neovlašteno raspolagati.[801] Rizik je posljedica intermedijerove kontrole vrijednosnih papira primljenih na pohranu.[802] Polaganjem na pohranu vrijednosni papiri izmiču kontroli ulagatelja.[803] Uz kontrolu američko pravo veže mogućnost valjanog raspolaganja, neovisno o izostanku odgovarajućeg ovlaštenja odnosno kršenju zakonske obveze (engl. *super-negotiability power*).[804] Pravna i/ili faktična zaštita stjecatelja smetnja je za restituciju vrijednosnih papira kojima je intermedijer neovlašteno odnosno nezakonito raspolagao. K tome, financijsku imovinu, koju je primio i temeljem koje je kreirao ovlasti u korist ovlaštenika, intermedijer može dalje prenositi bez ikakvih ograničenja zahvaljujući zakonskom statusu „stjecatelja koji je ispunio protučinidbu“ (engl. *purchaser for value*) (§ 8-116 UCC 1994).[805] Budući da ju je – promičući načelo konačnosti namire - pružilo stjecateljima, zaštitom američko (trgovačko) pravo nije moglo obuhvatiti i ulagatelje.[806] Oni kojima rizik intermedijerove

[798] Kad u okviru postupka poravnanja nastupa u ulozi središnje druge ugovorne strane preuzimajući na sebe obveze svojih članova, društvu za poravnanje nužan je izvor financiranja za slučaj da njegov član ne ispuni svoju obvezu. Radi izbjegavanja neispunjenja, društva za poravnanje svojim članovima omogućuju financiranje, za što sama trebaju izvor. Takve obveze prema svojim vjerovnicima društva za poravnanje osiguravaju imovinom koju drži za svoje članove.

[799] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 726. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 672. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 243. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 209. Rocks, Sandra, *op.cit*. (bilj. 501), str. 17. *Schroeder* podsjeća i na automatsko perfektuiranje prava radi osiguranja kada je davatelj osiguranja broker ili intermedijera ((§ 9-309(10) UCC 2010), v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 488.

[800] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1513., 1520., 1537. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 381. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 734., 785. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 469. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 711. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 170

[801] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1508., 1537. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 251. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 390. Za usporedbu s pravnim položajem „povjeritelja“ (engl. *entruster*) i riziku kojem se izvrgava povjeravanjem posjeda robe trgovcu koji trguje tom vrstom robe v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 496. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 402. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 322.

[802] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 356. Ulagateljevo prepuštanje kontrole intermedijeru *Mooney* slikovito opisuje kao stavljanje vrijednosnih papira „u igru“, v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 402.

[803] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 358.

[804] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 355., 490. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1531. - 1532. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 166., 170. O takvoj mogućnosti intermedijera kao važnom obilježju sustava posrednog držanja v. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1894.

[805] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 776. - 777.

[806] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1513., 1530. - 1531. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 300.

zlouporabe nije prihvatljiv mogu ga izbjeći samo tako da zadrže kontrolu nad vrijednosnim papirima držeći ih neposredno.[807]

Rizik intermedijerove zlouporabe u američkom pravu potencira – u usporedbi s onom koju pružaju poredbena prava – intenzivna zaštita stjecatelja financijske imovine ili prava glede te imovine. Ovlaštenicima američko pravo ne dopušta da protiv stjecatelja prisilno ostvaruju stvarno pravo utkano u ovlasti na tu financijsku imovinu ako nisu ispunjeni svi zakonom propisani uvjeti (§ 8-503(d) i (e) UCC 1994). Za zaštitu stjecatelja dovoljno je da jedan od tih uvjeta ne bude ispunjen. Stjecatelji su zaštićeni ako nad ovlaštenikovim intermedijerom nije otvoren stečaj odnosno, ako je stečaj otvoren, dokle god stečajni upravitelj nije odlučio da od stjecatelja neće pokušati ishoditi restituciju financijske imovine ili prava glede te imovine (§ 8-503(d)(1) UCC 1994); ili ako intermedijer ima dovoljno prava glede financijske imovine za ispunjenje ovlasti svih ovlaštenika na tu financijsku imovinu (§ 8-503(d)(2) UCC 1994); ili ako prijenosom financijske imovine ili prava glede te imovine stjecatelju intermedijer nije prekršio svoju zakonsku obvezu držanja dovoljnog pokrića (§ 8-503(d)(3) UCC 1994); ili ako je stjecatelj ispunio protučinidbu, uspostavio kontrolu i nije postupao u koluziji s intermedijerom prilikom kršenja njegove zakonske obveze držanja dovoljnog pokrića (§ 8-503(d)(4) u svezi s § 8-504(e) UCC 1994)[808].

Na pitanje prijeti li ulagateljima rizik zlouporabe samo od njihovog intermedijera ili od svih intermedijera u skrbničkom lancu, uključujući središnji depozitorij, pravna književnost ne nudi jednoznačan odgovor. Razlike među odgovorima posljedica su različitog poimanja zakonske obveze intermedijera pribaviti i držati pokriće (§ 8-504(a) UCC 1994). Po mišljenju *Facciola*, svaka dodatna karika skrbničkog lanca povećava ulagateljev rizik.[809] Što je skrbnički lanac dulji, veća je prijetnja ulagatelju. Budući da obveza intermedijera pribaviti i držati pokriće (§ 8-504(a) UCC 1994) nije apsolutna, ulagatelj ne može računati da će negativne posljedice zlouporabe i stečaja intermedijera na višoj kariki pasti na teret intermedijera na nižoj kariki (*i.e.* klijenta intermedijera na višoj kariki), koji će ih biti obvezan sanirati. Ulagateljev intermedijer oslobađa se obveze i izbjegava odgovornost prema ulagatelju ako nije mogao razumno

[807] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 356. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 387. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 363.
[808] Po mišljenju *Rogersa* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1531.), nomotehničko određenje stjecatelja koji ne zavređuje zaštitu (engl. *bad actor transferee*) bitno ne utječe na rizik intermedijerove zlouporabe. Kakvo god bilo, ono ne može intermedijera spriječiti da neovlašteno raspolaže financijskom imovinom ni smanjiti izglede za takvo raspolaganje, jer je položaj intermedijera takav da uvijek može raspolagati u korist zaštićenog stjecatelja.
[809] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 668., 671.

predvidjeti otvaranje stečaja nad intermedijerom na višoj kariki.[810] S *Facciolom* se ne slaže *Hakes*, koji smatra da duljina skrbničkog lanca ne utječe na rizik ulagatelja. Po njegovom mišljenju, ulagatelj treba strahovati samo od zlouporabe svog intermedijera. Ne obaziruć se na činjenicu da obveza iz odredbe § 8-504(a) UCC 1994 nije apsolutna, ulagateljevog intermedijera *Hakes* opisuje kao garanta svih intermedijera na višim karikama skrbničkog lanca.[811] Propust intermedijera na višoj kariki ispuniti obvezu svom klijentu (*i.e.* intermedijeru na nižoj kariki) potonjeg ne oslobađa obveze prema njegovom klijentu (*i.e.* ulagatelju). Čak i kad bi intermedijer na nižoj kariki (pravno) bio odgovoran, stečaj intermedijera na višoj kariki mogao bi ga (faktički) onemogućiti da ispuni svoju (zakonsku ili ugovornu) obvezu.[812]

Nemoć trgovačkog prava, koje primarno služi osiguranju konačnosti namire, da ulagateljima pruži odgovarajuću zaštitu od rizika intermedijerove zlouporabe daje na važnosti alternativnim zaštitnim mehanizmima. Iako ni oni rizik nisu kadri ukloniti, mogu ga barem donekle ublažiti.

Riječ je, u prvom redu, o detaljnom uređenju poslovanja intermedijera propisima, strogom nadzoru nad primjenom tih propisa te (obveznom i dobrovoljnom) osiguranju ulagatelja.[813] O dosegu, učinkovitosti i svrsishodnosti tih zaštitnih mehanizama u pravnoj književnosti intenzivno se raspravlja.[814] Regulatorni okvir ostavlja dosta prostora za intermedijerovo raspolaganje financijskom imovinom, koje ne predstavlja zlouporabu iako ne počiva na ulagateljevom ovlaštenju.[815] Pravilo o segregaciji (engl. *segregation rule*) (17 CFR § 240.15c3-3(b)(1)) dopušta brokerima-*dealerima* da nadosiguraju maržne zajmove za 40%, dok pravila o hipotekaciji (engl. *hypothecation rules*), koja se primjenjuju samo kad vrijednosni papiri klijenta nisu pomiješani s vrijednosnim papirima brokera-*dealera* ili ostalih klijenata,

[810] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 669.
[811] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 686. Slijedeći *Hakesovu* logiku ispada da duljina skrbničkog lanca ne utječe na rizik ulagatelja već intermedijera. Rizik raste s duljinom skrbničkog lanca i blizinom intermedijera njegovom kraju (*i.e.* najveći rizik snosi ulagateljev intermedijer). Intermedijer na određenoj kariki snosi rizik intermedijera smještenih na višim karikama. O ulagateljevom intermedijeru kao garantu svih intermedijera na višim karikama v. i Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 401.
[812] Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 321.
[813] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1538. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 300., 458., 496. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 171; Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 325. – 326. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 734., 785. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 334. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 163., 166. Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 362. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1895. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-070
[814] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 679. – 692. Mooney Jr., Charles W., The truth about shortfall of intermediated securities – perspective under the Geneva Securities Convention, United States law, and the future EU legislation, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 191. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 250. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 371. Joo, Thomas W., *op.cit*. (bilj. 181), str. 1115.
[815] Za pravilo o hipotekaciji v. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 695.

štiti klijente samo od zasnivanja prava radi osiguranja tražbina koje prekoračuju ukupnu zaduženost svih klijenata.[816] Provedbu nadzora kompromitira nepomirljivost ciljeva postavljenih nadzornom tijelu (SEC) (*e.g.* zaštita klijenata i povećanje tržišne učinkovitosti), koja ga prisiljava na kompromise prilikom njihovog ispunjenja (*i.e.* jednog od njih SEC može ispuniti samo nauštrb ispunjenja drugog). Osiguranje ne ulijeva povjerenje zbog dvojbenih (*i.e.* preoptimističnih) pretpostavki na kojima počiva veličina fonda za pokriće štete (*e.g.* da SIPC u kratkom vremenu neće trebati likvidirati više od jednog velikog brokera-*dealera*; da propast broker-*dealer* ne stvara sistemski rizik; da kod brokera-*dealera* nad kojim se otvori stečaj ne manjkaju vrijednosni papiri klijenata zahvaljujući pridržavanju SEC-ovih pravila o posjedu i kontroli).

Rizik intermedijerove zlouporabe na papiru ublažava i čl. 8. UCC 1994 dajući prednost ovlastima u odnosu na prava radi osiguranja intermedijerovih vjerovnika koji nisu uspostavili kontrolu nad financijskom imovinom. Rizik za ulagatelje bio bi veći kad bi intermedijer, neovlašteno raspolažući financijskom imovinom koju kontrolira, mogao dovesti do toga da njegov vjerovnik, ostvarujući pravo radi osiguranja na financijskoj imovini koju nema pod kontrolom, stvori manjak. Čl. 8. UCC 1994 ne dopušta nastanak manjka na takav način. Financijska imovina pod intermedijerovom kontrolom primarno služi za pokriće ovlasti, a tek podredno za ostvarenje prava radi osiguranja intermedijerovih vjerovnika (§ 8-511(a) UCC 1994). Ostvarenjem prava radi osiguranja manjak može nastati samo ako je financijska imovina pod kontrolom intermedijerovog vjerovnika. Budući da nije izgledno da bi intermedijer zadržao kontrolu nad financijskom imovinom kojom je neovlašteno odnosno protupravno raspolagao, zakonsko privilegiranje ulagatelja mrtvo je slovo na papiru.[817]

Doprinos ublažavanju rizika zlouporabe intermedijera koji je broker-*dealer* daje i stečajno pravo (poglavlje 7. podpoglavlje III BC, SIPA) oboružavši tzv. „klijente“ (engl. *customers*) pravom prvenstvenog namirenja njihovih tražbina iz vrijednosti tzv. „imovine klijenata“ (engl. *customer property*). Zahvaljujući tom pravu „klijenti“ imaju prednost pri namirenju u odnosu na obične stečajne vjerovnike intermedijera (11 U.S. Code § 752(a)).[818] Među „klijente“ spadaju osobe s tražbinom prema intermedijeru s naslova vrijednosnih papira koje je intermedijer u okviru svog redovnog poslovanja kao broker ili *dealer* primio, stekao ili držao s računa vrijednosnih papira te osobe ili za te račune na pohrani, radi prodaje, slijedom

[816] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 686. Adekvatnost zaštite koju ulagateljima može pružiti SIPC problematizira i Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 441.
[817] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 711.
[818] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit.* (bilj. 5), str. 311. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 692.

kupnje, kao instrument osiguranja ili u svrhu provedbe prijenosa (15 U.S. Code § 78lll(2)(A); 11 U.S. Code § 741(4)(A)). „Imovinu klijenata" čine novac i vrijednosni papiri (osim „vrijednosnih papira na ime klijenta" (engl. *customer name securities*) koji su mu isporučeni) koje je intermedijer (ili netko treći za njegov račun) u bilo koje doba primio, stekao ili držao s klijentovih računa vrijednosnih papira ili za te račune, uključujući vrijednosne papire koje je intermedijer držao kao svoju imovinu ako i u mjeri u kojoj ga je kršenje određenih propisa onemogućilo da ispuni tražbine klijenata u visini „neto kapitala", koje se temelje na ekvivalentnim vrijednosnim papirima (15 U.S. Code § 78lll(4)(A); 11 U.S. Code § 741(2)(A)(ii) te svaka druga imovina intermedijera koju bi, u skladu s primjenjivim pravom, trebalo odvojiti ili držati u korist klijenata (15 U.S. Code § 78lll(4)(E); 11 U.S. Code § 741(2)(A)).[819] Pojam „neto kapital" označava vrijednost računa klijenta u visini razlike između iznosa koji bi intermedijer dugovao klijentu da je na dan podnošenja prijedloga za otvaranje stečaja likvidirao sve pozicije tog klijenta u vrijednosnim papirima (osim vrijednosnih papira koji glase na ime klijenta) i duga klijenta prema intermedijeru na taj dan (15 U.S. Code § 78lll(11)(A)(i) i (B); 11 U.S. Code § 741(2)(A)). U „imovinu klijenata" ne spada financijska imovina na kojoj je intermedijer zasnovao pravo radi osiguranja u korist svog vjerovnika (*e.g.* intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca) i, ako nije društvo za poravnanje, kontrolu nad kojom je omogućio tom svom vjerovniku.[820]

Jedino je kako ulagatelji mogu sami pridonijeti ublažavanju rizika kojem ih izvrgava posredno držanje vrijednosnih papira oprez je i selektivnost pri odabiru intermedijera.[821] Oni kojima se ukaže takva prilika biraju financijski stabilne intermedijere neukaljanog ugleda u poslovnoj zajednici očekujući da će na taj način rizik svesti na najmanju moguću mjeru.[822] Očekivanje se može obistiniti samo ako rizik prijeti jedino od ulagateljevog intermedijera. Ako

[819] „Primjenjivo pravo" je čl. 8. UCC 1994. O tome v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 486. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 693.
[820] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 694. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 361., 365. Takav zaključak rezultat je tumačenja odredbe SIPA-e u skladu s odredbama čl. 8. UCC 1994. *contra* Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 702), str. 161. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 245.
[821] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 300. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 134. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 364., 388. Oprez i selektivnost pri odabiru intermedijera *Mooney* smatra najučinkovitijim sredstvom za zaštitu od rizika intermedijera. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1895. O negativnom utjecaju nedostupnosti informacija i nedostatka znanja na mogućnost ulagatelja da procijeni rizičnost brokera v. Joo, Thomas W., *op.cit*. (bilj. 181), str. 1131. – 1132.
[822] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 324. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 674. *Facciola* pritom zabrinjava činjenica da su (*e.g.* zbog visokih naknada) usluge velikih poslovnih banaka nedvojbene kreditne sposobnosti i visokih standarda poslovnog ponašanja dostupne profesionalnim ulagateljima, ali ne nužno i malim ulagateljima.

prijetnja dolazi i od ostalih karika skrbničkog lanca, na odabir kojih ulagatelj ne može utjecati, ulagateljev doprinos ublažavanju rizika vrlo je ograničen.[823]

4.5 Švicarsko pravo

4.5.1 Kreditni rizik intermedijera

I švicarsko pravo štiti ulagatelje od kreditnog rizika skrbnika. Zaštita, doduše, vrijedi samo u slučaju skrbnikove prisilne likvidacije.[824] U tu svrhu namijenjena su dva zakonska zaštitna mehanizma: obveza izlučenja (direktnog ili indirektnog) pokrića za prava ulagatelja iz likvidacijske mase skrbnika (čl. 17. st. 1. FISA) i oboriva presumpcija o pripadnosti knjižnih efekata na skrbnikovom računu vrijednosnih papira kod podskrbnika (čl. 17. st. 2. FISA).[825]

U slučaju prisilne likvidacije skrbnika, njegovog likvidatora švicarsko pravo obvezuje da iz likvidacijske mase izluči onu količinu imovine određene vrste koja odgovara količini knjižnih efekata na računima vrijednosnih papira koje taj skrbnik vodi za svoje imatelje računa (čl. 17. st. 1. FISA). Tu svoju obvezu likvidator ispunjava *ex officio*.[826] Ulagatelja švicarsko pravo ne obvezuje da zahtijeva izlučenje jer ono nije posljedica njegovog izlučnog prava već zakonske obveze skrbnikovog likvidatora. Izlučenje se provodi s osloncem na skrbnikovu evidenciju, koju je on obvezan voditi na sustavan način.[827] Nemogućnost da se iz te evidencije utvrde prava skrbnikovih klijenata smetnja je za provedbu izlučenja.[828]

---

[823] Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 320. – 321.

[824] Odredbe čl. 17. - 19. FISA-e primjenjuju se samo u slučaju prisilnog postupka koji se provodi radi općeg unovčenja skrbnikove imovine (njem. *Zwangsliquidationsverfahren zum Zwecke der Generalexecution*), ne i u slučaju skrbnikovog preustroja sukladno odredbi čl. 26. BA ili nagodbe s vjerovnicima sukladno odredbi čl. 314 DEBA-e, koje ne umanjuju prava imatelja računa. O tome v. Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 16; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 456. – 457.

[825] Iz zakonskog teksta – tumači li ga se doslovno - proizlazi da su ulagateljevi knjižni efekti, uz to što su na njegovom računu vrijednosnih papira, i na takvim računima svih skrbnika u lancu. Knjižni efekti na skrbnikovom računu kod podskrbnika upravo su oni knjižni efekti, koji su i na ulagateljevom računu kod skrbnika. To što računi glase na različite osobe i što ih vode različite osobe ne znači da nije riječ o istim knjižnim efektima. Budući da pripadaju ulagatelju, knjižni efekti na računu vrijednosnih papira kod podskrbnika izlučuju se iz stečajne mase skrbnika. O tome v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 199 *et seq*. Shvaćanje po kojem status nositelja računa vrijednosnih papira povlači za sobom pripadnost knjižnih efekata na tom računu, a identitet knjižnih efekata u bitnome određuje račun na kojem se nalaze zahtijeva drugačije tumačenje zakonskog teksta. Ako knjižni efekti pripadaju imatelju računa vrijednosnih papira na kojem se nalaze neovisno o tome ulaze li u imovinu imatelja tog računa kojom on odgovara za svoje obveze, ono što glasi kao presumpcija pripadnosti knjižnih efekata tumači se kao presumpcija o njihovoj svrsi. Neovisno o tome što pripadaju skrbniku, presumira se da svi knjižni efekti na skrbnikovom računu kod podskrbnika služe kao pokriće za knjižne efekte skrbnikovih klijenata.

[826] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 457. Obvezivanje likvidatora umjesto davanja prava ulagateljima povećava efikasnost likvidacijskog postupka, koja se prosuđuje imajući u vidu *inter alia* brzinu izlučenja iz likvidacijske mase i diobe likvidacijske mase. O tome podrobnije v. Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 52.

[827] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 53

[828] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 55; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 193; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 459. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 460.

U slučaju prisilne likvidacije podskrbnika švicarsko pravo obvezuje skrbnika da zahtijeva izlučenje iz podskrbnikove likvidacijske mase (čl. 18. FISA). Ta obveza skrbnika logična je posljedica njegovog neposrednog ugovornog odnosa s podskrbnikom.[829] Nepostojanje takvog odnosa razlog je zbog kojeg ulagatelj zahtjev za izlučenje ne može osobno ostvariti direktno od podskrbnika.[830] U čemu se skrbnikova obveza konkretno sastoji ovisi ponajprije o ugovoru sklopljenim s ulagateljem. Osim ako se na to ugovorom obvezao, skrbnik ne snosi troškove ni rizike povezane s realizacijom zahtjeva prema podskrbniku u likvidaciji.[831]

Obveza izlučenja odnosi se na sve ono što čini pokriće za prava (postojećih ili budućih) ulagatelja.[832] O čemu je u konkretnom slučaju riječ ovisi o položaju skrbnika nad kojim se provodi prisilna likvidacija (*i.e.* je li karika skrbničkog lanca i, ako da, koja) i (ne)postojanju transakcija koje je takav skrbnik do pokretanja prisilne likvidacije ugovorno namirio. U slučaju prisilne likvidacije skrbnika koji je karika skrbničkog lanca ali ne ona najviša, likvidator je obvezan izlučiti knjižne efekte s računa vrijednosnih papira tog skrbnika kod podskrbnika (čl. 17. st. 1. t. a. FISA).[833] U slučaju prisilne likvidacije skrbnika koji nije karika skrbničkog lanca ili je na vrhu tog lanca (*i.e.* središnji depozitorij), likvidator je obvezan izlučiti vrijednosne papire (bilo da su o njima izdane pojedinačne isprave ili globalna isprava) koje skrbnik drži na (zbirnoj) pohrani, registarska vrijednosna prava i jednostavna vrijednosna prava koja je skrbnik upisao u svoj glavni registar (čl. 17. st. 1. t. b. FISA).[834] U slučaju prisilne likvidacije skrbnika koji je proveo ugovornu namiru, likvidator je obvezan izlučiti „odmah dostupne" tražbine (engl. *readily available claims*; njem. *frei verfügbar Ansprüche*) skrbnika prema trećima za isporuku knjižnih efekata iz *spot* transakcija, iz isteklih terminskih transakcija, iz transakcija radi pokrića (njem. *Deckungsgeschäften*; engl. *hedging transactions*) ili iz „izdanja za račun imatelja računa" (čl. 17. st. 1. t. c. FISA).[835]

[829] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 18 Rd. 2

[830] Iako u teoriji postoji, takva mogućnost neprovediva je u praksi. O tome v. Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 18 Rd. 3.

[831] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 462.

[832] Zakonski popis nalikuje pojmovnom određenju onoga što se smatra „odmah dostupnim" iz čl. 11. st. 3. FISA-e. Sadržajna razlika postoji samo u dijelu koji se tiče zahtjeva za isporuku (čl. 11. st. 3. t. c. u svezi s čl. 17. st. 1. t. c. FISA). O (ne)postojanju tih razlika v. Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 47; Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 19.

[833] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 20 - 22; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 457.

[834] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 23; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 458.

[835] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 24 - 44; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 458. Riječ je o slučaju kad je postupak prisilne likvidacije pokrenut tijekom ciklusa namire (*i.e.* prije nego što je transakcija stvarno namirena) nakon što je skrbnik transakciju namirio ugovorno.

Protegnuvši obvezu izlučenja na tražbine na isporuku knjižnih efekata švicarsko pravo zaštitilo je – povrh ulagatelja koji su već stekli knjižne efekte - komitente koji, unatoč plaćanju kupoprodajne cijene, do pokretanja prisilne likvidacije nad skrbnikom u ulozi komisionara knjižne efekte još nisu (bezuvjetno i neopozivo) stekli, odnosno koji su ih stekli bez odgovarajućeg pokrića.[836] Zaštita komitenata od kreditnog rizika komisionara uvjet je za nesmetanu provedbu ugovorne namire.[837] Likvidator nije obvezan izlučiti sve takve tražbine već samo one koji potječu iz taksativno nabrojenih vrsta transakcija, i to samo ako su „odmah dostupne".[838]

Spot transakcije, istekle terminske transakcije, transakcije radi pokrića i „izdanja za račun imatelja računa" jedine su zakonom dopuštene osnove izlučivih tražbina. Istek terminskih transakcija, koje karakterizira dulji odmak između sklapanja i namire, suštinski ih izjednačava sa *spot* transakcijama, koje se namiruju nedugo nakon sklapanja.[839] Transakcije radi pokrića skrbnik sklapa ako njegov klijent (*i.e.* imatelj računa) na svom računu vrijednosnih papira nema dovoljno knjižnih efekata za ispunjenje svojih obveza na isporuku (*e.g.* iz „kratke prodaje") ili pak ako mu je potrebno za ispunjenje njegovih obveza prema klijentu preuzetih ugovorom o kupoprodaji koji je sklopio s tim klijentom.[840] „Izdanje za račun imatelja računa" novoizdani su vrijednosni papiri koje je imatelj računa upisao posredstvom skrbnika u ulozi agenta, pokrovitelja ili u nekoj drugoj ulozi. Adresat skrbnikove tražbine na isporuku „iz izdanja za račun imatelja računa", koja se izlučuje iz likvidacijske mase izdavatelj je vrijednosnih papira upisanih posredstvom skrbnika. Iz likvidacijske mase skrbnika ne izlučuju se tražbine nastale skrbnikovim trgovanjem za vlastiti račun ni one koji nisu povezane sa skrbništvom (*e.g.* tražbine koje potječu iz ugovora o kupoprodaji).[841]

Da bi tražbina bila „odmah dostupna", obveza na isporuku treba dospjeti i smije prestati samo ispunjenjem (ne i *e.g.* prijebojem).[842] Tražbina ne može biti „odmah dostupna" sve dok imatelj računa ne ispuni svoje obveze prema skrbniku (*e.g.* ne plati kupoprodajnu cijenu). Ono što je primio s naslova ispunjenja takvih obveza skrbnikov likvidator ne smije zadržati, već treba iskoristiti za ispunjenje odgovarajućih obveza skrbnika prema trećim osobama (*i.e.* prodavatelju odnosno njegovom brokeru) (čl. 17. st. 3. FISA).[843] Ispunjenje takvih obveza može

[836] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 25
[837] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 27 - 28; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 193; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 128.
[838] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 30, 35
[839] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 31 - 32
[840] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 33
[841] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 29
[842] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 35
[843] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 48, 49

biti uvjet za prestanak založnog prava ili prava zadržanja koja su priječila izlučenje tražbine.[844] Da bi bila „odmah dostupna“, tražbina treba postojati pa o izlučenju ne može biti govora ako je tražbina prestala ugovorenim ili propisanim završnim obračunom (engl. *close-out netting*) ili na drugi odgovarajući način.[845]

Na obvezu izlučenja ne utječe način na koji skrbnik u prisilnoj likvidaciji drži knjižne efekte kod podskrbnika. Razlog tome poimanje je pokrića za prava ulagatelja. U švicarskom pravu, pokriće čine svi knjižni efekti određene vrste koje drži skrbnik, neovisno o tome za koga ih drži (za sebe ili za svoje klijente) i kako ih drži (na odvojenim (*loro* i *nostro*) računima ili na jednom računu).[846] Odvajanjem knjižnih efekata koje drži za sebe na poseban (*nostro*) račun skrbnik ne može osujetiti njihovo izlučenje iz likvidacije mase. Likvidator ih je obvezan izlučiti ako i u mjeri u kojoj knjižni efekti na tzv. *loro* računu nisu dovoljno pokriće za knjižne efekte skrbnikovih klijenata (čl. 19. st. 1. FISA). Ni (protupravno) miješanje knjižnih efekata koje skrbnik drži za sebe s ekvivalentnim knjižnim efektima koje drži za svoje klijente na istom računu kod podskrbnika nije smetnja za provedbu izlučenja. Nesmetano izlučenje omogućuje zakonska presumpcija o pripadnosti svih tih knjižnih efekata (skrbnikovim) imateljima računa (čl. 17. st. 2. FISA). Budući da ih se smatra pokrićem za knjižne efekte skrbnikovih klijenata, likvidator je obvezan sve njih izlučiti osim ako i u mjeri u kojoj se presumpcija obori odgovarajućim dokazom o pripadnosti knjižnih efekata skrbniku.[847]

Obvezu izlučenja isključuje ili barem odgađa (pod)skrbnikovo zakonsko pravo zadržanja knjižnih efekata na računu vrijednosnih papira koji vodi. Riječ je o pravu nastalom *ex lege* radi osiguranja dospjele tražbine koja potječe iz pohrane knjižnih efekata ili financiranja njihovog stjecanja (čl. 21. FISA).[848]

To pravo (pod)skrbnik zadržava i nakon pokretanja prisilne likvidacije (čl. 17. st. 5. FISA). Pokriće za zadržane knjižne efekte likvidator nije obvezan izlučiti ako i sve dok imatelj računa nije namirio svoje obveze prema skrbniku u prisilnoj likvidaciji, koje su osigurane

[844] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 38
[845] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 36, 39; Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 48
[846] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 25, 41 - 42; Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 55. – 56.
[847] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 45 - 46; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 458.
[848] O osiguranoj tražbini v. i Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 21 Rd. 20 – 21, 24 - 25; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 463. Za ekstenzivno tumačenje čl. 21. FISA, koje širi njegov doseg na tražbine druge vrste v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 197. – 198.

pravom zadržanja.[849] Kad bi likvidator imao takvu obvezu, provedbom izlučenje nanio bi štetu (pod)skrbnikovim vjerovnicima neopravdano potencirajući kreditni rizik kojem su izloženi.

Ako je nositelj prava zadržanja podskrbnik, skrbnikovog likvidatora švicarsko pravo obvezuje ispuniti osiguranu tražbinu podskrbnika radi prestanka tog prava (čl. 17. st. 3. FISA-e). Ispunjenje te tražbine (*e.g.* plaćanje skrbničke naknade, otplata kredita za kupnju knjižnih efekata) pretpostavka je za ispunjenje obveze izlučenja jer se pokriće za knjižne efekte ne može izlučiti dokle god ga opterećuje pravo zadržanja.

Način na koji se provodi izlučenje iz likvidacijske mase skrbnika ovisi o tome što se izlučuje. Kad su predmet izlučenja knjižni efekti ili tražbine na isporuku knjižnih efekata, jedino što likvidator može učiniti prenijeti je izlučene knjižne efekte ili tražbine na isporuku knjižnih efekata skrbniku kojeg odredi imatelj računa (čl. 17. st. 4. t. a. FISA). Kad se izlučuju zbirno pohranjeni vrijednosni papiri o kojima su izdane pojedinačne isprave, likvidator takve vrijednosne papire može isporučiti imatelju računa (čl. 17. st. 4. t. b. FISA).[850] Izlučena registarska vrijednosna prava prenose se imatelju računa (čl. 17. st. 4. t. c. FISA).

4.5.2 Rizik intermedijerove zlouporabe

Ni švicarsko pravo ulagateljima ne pruža potpunu zaštitu od rizika skrbnikove zlouporabe. Zaštitni mehanizam razlikuje se ovisno o načinu na koji skrbnik drži knjižne efekte kod podskrbnika. Ako ih – postupajući u skladu sa zakonskom obvezom - drži odvojene na *loro* i *nostro* računu, zaštita se temelji na ništetnosti određenih raspolaganja imovinom s *loro* računa ili na imovinu na tom računu.[851] Ako ih – kršeći svoju zakonsku obvezu - sve drži zajedno na istom računu, neovisno drži li ih za sebe ili za svoje klijente, zaštita počiva na zakonskoj presumpciji o pripadnosti tih knjižnih efekata.

Ulagatelje donekle štiti zakonsko uvjetovanje učinka određenih raspolaganja skrbnika na knjižne efekte koje za njih drži na *loro* računu i tražbine na isporuku takvih knjižnih efekata. Zakonski uvjet, koji se ne može isključiti ni izmijeniti voljom ugovornih strana (čl. 12. st. 3. FISA), sudjelovanje je ulagatelja u takvom raspolaganju odnosno njegova suglasnost na takvo raspolaganje. Među raspolaganja učinak kojih ovisi o ispunjenju tih uvjeta spadaju sporazum o obračunu između skrbnika i podskrbnika, strana kojeg nije i skrbnikov imatelj računa (*i.e.*

[849] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 58
[850] Zbog ograničene mogućnosti provedbe, ovakav način postupanja s izlučenim knjižnim efektima nema veliko praktično značenje. O tome v. Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 54.
[851] Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 72. - 73.

ulagatelj) (čl. 12. st. 1. t. a. FISA) te založno pravo ili pravo zadržanja podskrbnika ili druge osobe s kojim se skrbnikov imatelj računa (*i.e.* ulagatelj) nije suglasio (čl. 12. st. 1. b. FISA).[852] Tražbine na isporuku knjižnih efekata mogu se obračunati samo ako su se oko toga sporazumjeli i ulagatelji, kojima te tražbine služe kao pokriće za njihova prava.[853] Suglasnost za zasnivanje nekog od tih prava ulagatelji mogu dati prihvaćanjem skrbnikovih općih uvjeta poslovanja.[854] Suglasnost nije nužna samo onda kad je riječ o podskrbnikovom pravu zadržanja radi osiguranja tražbine prema skrbniku koja potječe iz pohrane knjižnih efekata ili financiranja njihovog stjecanja (čl. 21. st. 1. FISA).[855] Uskrativši učinak sporazumu o obračunu koji skrbnikov imatelj računa (*i.e.* ulagatelj) nije sklopio (čl. 12. st. 1. t. a. FISA) te založnom pravu ili pravu zadržanja s kojim se skrbnikov imatelj računa (*i.e.* ulagatelj) nije suglasio (čl. 12. st. 1. b. FISA), zakonodavac je prednost dao vindikacijskom načelu ostavivši poštene stjecatelje nezaštićenim. Neovisno o stjecateljevom poštenju, raspolaganje provedeno u njegovu korist, u kojem ulagatelj nije sudjelovao odnosno s kojim se nije suglasio, bilo bi *ab ovo* ništetno.[856]

Ublažavanju ulagateljevog rizika skrbnikove zlouporabe namijenjena je i zakonska zabrana skrbniku da, ostvarujući pravo korištenja, raspolaže knjižnim efektima s *loro* računa.[857] Da bi njima smio raspolagati, skrbnik ih treba prvo prenijeti na *nostro* račun (čl. 12. st. 2. FISA).[858] Ako to ne učini, raspolaganje je – po mišljenju *Witmera* - *ab ovo* ništetno, neovisno o poštenju stjecatelja.[859]

Od rizika skrbnikove zlouporabe ulagatelja donekle štiti i zakonska presumpcija o pripadnosti knjižnih efekata na (jedinom) skrbnikovom računu vrijednosnih papira kod podskrbnika. Iako – striktno gledano – presumpcija vrijedi samo u slučaju skrbnikove prisilne likvidacije, doktrina širi njezinu primjenu na skrbnikova raspolaganja u korist podskrbnika. Po mišljenju *Hessa* i *Sägesser*, presumpcija ne dopušta da podskrbnik *bona fide* stekne pravo na

[852] Uvjetovanje učinka suglasnošću ulagatelja *Witmer* (Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 13) dovodi u vezu s odredbom čl. 13. st. 7. MiFID I, koja skrbnicima zabranjuje korištenje imovinom svojih klijenata za vlastiti račun bez njihove izričite suglasnosti.
[853] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 15 - 17
[854] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 20; Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 462.
[855] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 21; Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 462. Odredba čl. 21. st. 1. FISA-e u prednosti je pred odredbom čl. 12. st. 1. t. b. FISA-e.
[856] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 28
[857] *Loro* račun je skrbnikov račun kod podskrbnika s knjižnim efektima koje skrbnik drži za svoje klijente.
[858] *Nostro* račun je skrbnikov račun kod podskrbnika s knjižnim efektima koje skrbnik drži za sebe.
[859] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 28; *Contra* Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 56., koji smatra da skrbnikovo kršenje odredbe ne utječe na valjanost kako preknjižbe tako i raspolaganja pravom koje predstavljaju knjižni efekti.

povjerenim mu vrijednosnim papirima pouzdajući se u skrbnikovo vlasništvo tih vrijednosnih papira.[860] Jedino što podskrbnik na takvim vrijednosnim papirima može steći pravo je zadržanja (čl. 21. FISA) ili založno pravo (čl. 26. FISA), i to samo radi osiguranja podskrbnikove tražbine prema skrbniku vezane uz isporuku, pohranu ili administriranje takvih vrijednosnih papira.

4.6 Ženevska konvencija

4.6.1 Kreditni rizik intermedijera

Ni Ženevska konvencija ne propušta zaštititi ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera. Budući da je pripis konstitutivan za nastanak prava imatelja računa, zaštita od intermedijerovih vjerovnika vrijedi od trenutka njegove provedbe.[861]

Zaštita počiva, u prvom redu, na raspoređivanju vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira određenog opisa koje intermedijer drži na prava imatelja računa u mjeri potrebnoj da se tim pravima osigura pokriće (čl. 25. st. 1. Ženevske konvencije)[862] i popratnom izuzimanju raspoređenih vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira iz imovine tog intermedijera koja se može razdijeliti njegovim vjerovnicima ili unovčiti u njihovu korist (čl. 25. st. 2. Ženevske konvencije).[863] Izuzimanje raspoređenih vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira logična je posljedica njihovog raspoređivanja na prava imatelja računa.[864] Imovina namijenjena za pokriće prava ulagatelja ne može istovremeno služiti za namirenje intermedijerovih obveza. Takvu imovinu Ženevska konvencija sklanja izvan dohvata intermedijerovih vjerovnika. Na raspoređivanje vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira i izuzimanje raspoređenih vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira ne utječe otvaranje i vođenje stečajnog postupka nad intermedijerom (čl. 25. st. 6. Ženevske konvencije). Po mišljenju *Chuna*, prioritetno raspoređivanje vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira na prava imatelja računa nije dovoljno za zaštitu potonjih od kreditnog rizika intermedijera. Za to je potrebno (faktično) odvajanje raspoređenih vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira od ostalih vrijednosnih papira i posredovanih

[860] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 47
[861] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.83; Utvrđivanje tog trenutka *Law Commission* smatra kritičnim kod određivanja mjesta koje u redoslijedu prvenstva zauzimaju prava imatelja računa, intermedijera, stjecatelja, primatelja osiguranja ili vjerovnika nekog od njih.
[862] O konvencijskoj obvezi raspoređivanja i načinu njezinog ispunjenja podrobnije *infra*, str. 258.
[863] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.80; Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 6-7; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 97. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 430.
[864] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 25-12; Ako (posredovani) vrijednosni papiri koje drži intermedijer pripadaju imateljima računa, ne mogu biti dio imovine intermedijera iz vrijednosti koje njegovi vjerovnici mogu namiriti svoje tražbine.

vrijednosnih papira istog opisa koje drži taj intermedijer.[865] Samo odvojeni vrijednosni papiri i posredovani vrijednosni papiri stvarno su (a ne samo deklarativno) izuzeti iz imovine intermedijera koja se može razdijeliti njegovim vjerovnicima ili unovčiti u njihovu korist.

Osim raspoređivanja imovine u svrhu pokrića i izuzimanja raspoređene imovine iz onog čime intermedijer odgovara za svoje obveze, ulagatelje od kreditnog rizika intermedijera štiti i *erga omnes* učinak njihovog prava stečenog konvencijskim načinom.[866]

Ženevska konvencija ne dopušta da otvaranje stečaja nad relevantnim intermedijerom dovede u pitanje *erga omnes* učinak tog prava.[867] Kao i prema svima ostalima, ulagateljevo pravo djeluje prema stečajnom upravitelju i stečajnim vjerovnicima relevantnog intermedijera (čl. 21. st. 1. Ženevske konvencije).[868] Uvjet za zaštitu koju pruža Ženevska konvencija konvencijski je način stjecanja učinka *erga omnes* (čl. 21. st. 3. Ženevske konvencije).[869] Zadržavanje učinka *erga omnes* nakon otvaranja stečaja nad relevantnim intermedijerom priječi da imovina koja je objekt ulagateljevog prava dospije - zajedno s intermedijerovom imovinom - u stečajnu masu i da je stečajni upravitelj iskoristi za srazmjerno namirenje tražbina stečajnih vjerovnika. Kad bi otvaranjem stečaja nad relevantnim intermedijerom ostajalo bez takvog učinka, ulagateljevo pravo ne bi se suštinski razlikovalo od tražbina intermedijerovih neosiguranih vjerovnika.[870] Postojanje takve razlike uvjet je za različit pravni tretman imovine koju drži intermedijer ovisno o tome drži li ju za sebe ili na pohrani za svoje klijente.[871]

Ne dopustivši da otvaranje stečaja nad relevantnim intermedijerom dovede u pitanje učinak ulagateljevog prava, Ženevska konvencija nije zajamčila da će ulagateljevo pravo svoj učinak zadržati u stečaju. Otpornost na otvaranje stečaja ne implicira opstojnost tijekom

---

[865] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 99. *Cf*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 430. – 431., koji odvajanje smatra smislenim imajući pritom prvenstveno u vidu interese intermedijerovih vjerovnika (odvajanje se provodi s ciljem omogućavanja pljenidbe intermedijerove imovine), a ne klijenata.

[866] O konvencijskim načinima stjecanja prava podrobnije *infra*, str. 369. *et seq*.

[867] Zaštitu ulagatelja od stečaja intermedijera *Law Commission* (LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.79) ubraja među osnovne koncepte Ženevske konvencije. Po mišljenju *Law Commission* (LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.133), ta zaštita u samoj je srži odnosa između imatelja računa i intermedijera. O snazi takve zaštite i razlici u odnosu na konvencijsko uređenje stečaja neke druge osobe (čl. 14. Ženevske konvencije) v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 122. – 123.

[868] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 5; Za potrebe transparentnih sustava, Ženevska konvencija štiti ulagatelje i od posljedica otvaranja stečaja nad bilo kojom drugom osobom odgovornom za obavljanje djelatnosti relevantnog intermedijera u skladu s odredbama čl. 7. Ženevske konvencije.

[869] Prava zasnovana nekonvencijskim načinom ne uživaju konvencijsku zaštitu, što nužno ne znači da otvaranje stečaja nad relevantnim intermedijerom dovodi u pitanje njihov učinak prema stečajnom upravitelju i stečajnim vjerovnicima.

[870] Otpornost na otvaranje stečaja obilježje je stvarnih prava, po kojem se ona bitno razlikuju od obveznih prava. Potonja se, naime, u stečaju dužnika srazmjerno smanjuju sukladno načelu *paritas creditorum*. Za razliku od njih, stvarna prava u stečaju posjednika ili vjerovnika tražbine za predaju njihovog objekta ostaju u bitnome nepromijenjena. O tome v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 1.29 - 1.30.

[871] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 21-5

njegove provedbe. Poput stvarnih prava, i ulagateljevo pravo može - iz razloga povezanih sa stečajem - prestati djelovati prema stečajnom upravitelju i stečajnim vjerovnicima relevantnog intermedijera. Budući da joj nije cilj privilegirati ulagateljevo pravo već spriječiti njegovu diskriminaciju u odnosu na stvarna prava (*e.g.* založno pravo, pravo plodouživanja, pravo vlasništva, koristovno pravo temeljem povjerenstva), Ženevska konvencija ne utječe na pravna pravila primjenjiva u stečajnom postupku koja se odnose na pobijanje pravnog posla zbog pogodovanja vjerovniku ili prijevarnog raspolaganja na štetu vjerovnika (čl. 21. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije)[872] ni na postupovna pravila koja se odnose na prisilno ostvarivanje prava na imovini koju kontrolira ili nadzire stečajni upravitelj (čl. 21. st. 2. t. (b) Ženevske konvencije).[873]

4.6.2 Rizik intermedijerove zlouporabe

Ni Ženevska konvencija ulagateljima ne pruža zaštitu od rizika intermedijerove zlouporabe.[874] Osim što ne sputava intermedijera prilikom raspolaganja vrijednosnim papirima i posredovanim vrijednosnim papirima koje je – ispunjavajući svoju konvencijsku obvezu -[875] rasporedio na prava imatelja računa, Ženevska konvencija štiti poštene stjecatelje posredovanih vrijednosnih papira i prava na posredovanim vrijednosnim papirima (čl. 18. Ženevske konvencije). Pokrićem za prava ulagatelja intermedijer može (čak i ako ne smije) valjano raspolagati u korist poštenih stjecatelja, stvarajući time manjak u zbirnom portfelju.[876] Kad je riječ o riziku intermedijerove zlouporabe, raspoređivanje vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira na prava imatelja računa – bilo u vidu odvojenog držanja (čl. 25. st. 4. Ženevske konvencije) ili drugačije – nema zaštitni učinak kakav ima kad je riječ o kreditnom riziku intermedijera.[877] To što je - odvojivši ih na poseban račun - posredno držane vrijednosne

[872] Za nedoumice glede utjecaja na takva pravila koja se odnose na pobijanje zbog drugih razloga (*e.g.* jer je izostala odgovarajuća protučinidba) v. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.135 – 4.136.
[873] Drugačije nego u slučaju tzv. „horizontalnog" stečaja, kod tzv. „vertikalnog" stečaja Ženevska konvencija derogira *legem concursus* u dijelu koji se odnosi na pravila o rangiranju kategorija tražbina s ciljem zaštite imatelja računa od običnih stečajnih vjerovnika. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 53. Thévenoz, Luc, Transfer of intermediated securities, u: Conac *et al.* (ured.), Intermediated Securities, str. 149. – 150.
[874] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 66.
[875] Riječ je o obvezi propisanoj odredbama čl. 10. st. 2. t. (b) i čl. 25. st. 1. Ženevske konvencije. O tim obvezama podrobnije *infra*, str. 258.
[876] Prava ulagatelja ostaju bez pokrića ne samo otuđenjem već i opterećenjem jer teret lišava imovinu podobnosti poslužiti kao pokriće.
[877] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 25-13; To što imovinu koja služi kao pokriće za prava ulagatelja intermedijer drži odvojeno od vlastite imovine (*i.e.* na posebnom računu kod intermedijera na višoj razini) samo po sebi nije smetnja za zasnivanje prava radi osiguranja na toj imovini u korist intermedijerovog poštenog vjerovnika, koje ima prednost pri namirenju u odnosu na prava ulagatelja. Odvajanje od vlastite imovine može eventualno spriječiti slučajno raspolaganje imovinom koja služi kao pokriće za prava ulagatelja. Samo u tom slučaju intermedijer na višoj razini može ne izvršiti nalog za komisionu prodaju veće količine od one koju ulagateljev intermedijer drži za sebe. O tome v. Goutay Phillippe, u: UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities, Paris – France, 2006, str. 11. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 330.

papire rasporedio na prava imatelja računa intermedijera ne priječi da - raspolažući njima na neki od načina iz čl. 12. Ženevske konvencije (*i.e*. ne mičući ih s tog računa) – tako raspoređene posredovane vrijednosne papire pretvori u imovinu kojom on odgovara za svoje obveze (čl. 25. st. 2. Ženevske konvencije).[878] Stjecateljevo pravo, koje je učinak *erga omnes* steklo na neki od tih načina, u prednosti je pred pravima imatelja računa, ako stjecatelj u relevantno vrijeme nije znao niti je trebao znati da pravo koje je stekao krši pravo jednog ili više imatelja računa (čl. 20. st. 2. Ženevske konvencije).[879] Prednost koju daje Ženevska konvencija ne može dovesti u pitanje drugačije pravilo koje se primjenjuje u stečajnom postupku nad intermedijerom.[880] Kao pokriće za prava ulagatelja takvi posredovani vrijednosni papiri mogu poslužiti samo ako i u mjeri u kojoj nisu potrebni za ostvarenje prava poštenog stjecatelja, koji ga je stekao intermedijerovim raspolaganjem na takav način. Osim davanja prednosti načelu zaštite povjerenja u pravnom prometu, pravnopolitičko opravdanje za privilegiranje onih koji su posredovane vrijednosne papire ili prava na posredovanim vrijednosnim papirima (*bona fide*) stekli od intermedijera otvaranje je prostora za praktičnu primjenu načina raspolaganja iz čl. 12. Ženevske konvencije.[881] Izričitim davanjem prednosti pravima stečenim *e.g.* kontrolnim ugovorom nastoji se preduhitriti inzistiranje stjecatelja na pripisu kao jedinom prihvatljivom načinu stjecanja prava radi osiguranja na posredovanim vrijednosnim papirima. Zaštite, koja bi uklonila ili ublažila rizik intermedijerove zlouporabe, ulagatelj se ne može domoći postupajući *bona fide*.[882] Njegovo pravo u podređenom je položaju čak i ako bi ga stekao ne znajući i ne trebajući znati za intermedijerovo ranije raspolaganje koje je stvorilo manjak u zbirnom portfelju. Podređeni položaj ulagatelj ne može izbjeći ni raspolažući svojim pravom (*e.g.* tako da ga optereti) u korist poštenog stjecatelja.

[878] Uvjet da raspoređeni vrijednosni papiri i posredovani vrijednosni papiri ne budu dio imovine tog intermedijera koja se može razdijeliti njegovim vjerovnicima ili unovčiti u njihovu korist intermedijerovo je neraspolaganje tim vrijednosnim papirima i posredovanim vrijednosnim papirima na neki od načina iz čl. 12. Ženevske konvencije u korist poštenih stjecatelja.
[879] Odredba čl. 20. st. 2. Ženevske konvencije poštenom stjecatelju ne pruža dodatnu zaštitu povrh one koju ima temeljem odredbe čl. 18. Ženevske konvencije. Svrha odredbe čl. 20. st. 2. Ženevske konvencije spriječiti je nedoumice koje mogu stvoriti odredbe mjerodavnog stečajnog prava. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 20-6; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 126. – 127.
[880] Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 127. Manjak koji se *e.g.* srazmjerno raspoređuje ulagateljima utvrđuje se nakon što se iz pokrića za prava ulagatelja izuzme imovina na koju pravo polažu intermedijerovi osigurani vjerovnici.
[881] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 20-3; Za kritiku odredbe čl. 20. st. 2. Ženevske konvencije zbog prekomjerne zaštite stjecatelja nauštrb ulagatelja v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 89.
[882] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 20-7; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 88.

4.7 Haška konvencija

Doprinos zaštiti ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera uzrokovanog njegovim stečajem daje i Haška konvencija. Budući da nije riječ o izvoru materijalnog već međunarodnog privatnog prava, Haška konvencija ne štiti ulagatelja čineći njegovo pravo otpornim na stečaj odnosno sklanjajući objekt tog prava izvan dohvata stečajnih vjerovnika. Takva zaštita u domeni je materijalnopravnih odredaba mjerodavnog prava na koje upućuje konvencijska kolizijska norma (*lex conventionis*). Zaštiti ulagatelja Haška konvencija doprinosi tako što osigurava kontinuitet mjerodavnog prava. Čineći pravo ulagatelja otpornim na stečaj odnosno sklanjajući objekt tog prava izvan dohvata stečajnih vjerovnika *lex conventionis* stvaralo bi samo privid zaštite ako bi otvaranjem stečaja drugo pravo (*e.g. lex fori concursus*) moglo postati mjerodavno. Takvu promjenu mjerodavnog prava s povratnim djelovanjem, potaknutu otvaranjem stečaja nad intermedijerom, i posljedično preispitivanje učinaka prava ulagatelja Haška konvencija ne dopušta. Neovisno o otvaranju stečajnog postupka, pravo koje je mjerodavno po Haškoj konvenciji mjerodavno je za sva pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije koja se tiču bilo kojeg događaja nastalog prije otvaranja tog postupka (čl. 8. st. 1. Haške konvencije). Ulagateljevo pravo ima učinak koji mu priznaje *lex conventionis* (*e.g. erga omnes*), neovisno o tome što bi mu – da je mjerodavno – *lex fori concursus* priznavalo drugačiji učinak (*e.g. inter partes*).[883] Isto vrijedi i za mjesto ulagateljevog prava u redoslijedu prvenstva. Nepromjenjivost mjerodavnog prava nužna je za *ex ante* sigurnost i predvidivost.[884] Osim toga, stvarna prava ne bi mogla poslužiti svrsi kojoj su namijenjena ako bi se odgovori na pitanja vezana uz njihov nastanak i perfektuiranje mogli razlikovati ovisno o tome u kojoj državi je otvoren stečaj.[885]

Konvencijska zaštita vrijedi samo kad je riječ o „događajima nastalim prije otvaranja stečajnog postupka". Haška konvencija ne štiti ulagatelje kad je *e.g.* pripis na račun vrijednosnih papira ili čin perfektuiranja raspolaganja proveo intermedijer u stečaju.[886]

Nepromjenjivost mjerodavnog materijalnog prava ne isključuje mogućnost primjene odredaba stečajnog prava.[887] Haška konvencija ne utječe na primjenu bilo koje materijalne ili

[883] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 8 HSC Rd. 5, 7; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 19. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-4, 8-7; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 218. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 364. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 318.
[884] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-1; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 317.
[885] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-7
[886] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-7; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 8 HSC Rd. 3
[887] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-8

procesne odredbe stečajnog prava, uključujući odredbe o: redoslijedu prvenstva pojedinih vrsta tražbina ili pobijanju raspolaganja zbog pogodovanja pojedinom vjerovniku ili namjernog oštećenja vjerovnika kao cjeline (čl. 8. st. 2. t. a) Haške konvencije); ili prisilnom ostvarenju prava nakon otvaranja stečajnog postupka (čl. 8. st. 2. t. b) Haške konvencije).[888] To što stečajnom upravitelju intermedijera nije dopušteno na prava zasnovana odnosno perfektuirana prije otvaranja stečaja, umjesto materijalnog prava na koje uputi konvencijska kolizijska norma, primijeniti materijalno pravo države stečajnog suda ili države na koju upute kolizijske norme države stečajnog suda ne znači da nije ovlašten i obvezan primjenjivati odredbe stečajnog prava kad su za to ispunjene propisane pretpostavke.[889] Pravo ulagatelja može ostati bez učinka koji za njega predviđa *lex conventionis*, ne zbog retroaktivne primjene *legi forum concursus* koje ne predviđa takav učinak, već zbog primjene *legi concursus* koje takav učinak uskraćuje. Nema zapreke da na inicijativu stečajnog upravitelja sud, primjenjujući odredbe stečajnog prava, ulagateljevom pravu uskrati učinak ili ga degradira u redoslijedu prvenstva ili onemogući njegovu promptnu realizaciju zbog protivljenja insolvencijskom načelu *paritas creditorum*.[890] Mjerodavno materijalno pravo ne igra pritom nikakvu ulogu.[891] Dok o *legi conventionis* ovisi ima li ulagatelj pravo prema svom intermedijeru u stečaju koje proizvodi učinke te je li raspolaganje koje je proveo intermedijer u korist trećeg perfektuirano, *lex consursus* određuje može li, kad i kako ulagatelj ili primatelj ostvariti svoje pravo od intermedijera u stečaju, redoslijed diobe imovine koju drži intermedijer u stečaju ulagateljima i redoslijed prvenstva perfektnih prava ulagatelja i trećeg (u korist kojeg je intermedijer raspolagao).[892] Za razliku od *legis conventionis*, koje uređuje postojanje prava, *lex concursus* određuje njihove učinke (*i.e.* mjeru u kojoj ih njihov nositelj može ostvarivati u slučaju stečaja intermedijera).[893]

5 Obveze i odgovornost intermedijera

Prepuštanje vrijednosnih papira intermedijeru ulagatelje obespravljuje ili ih barem onemogućuje da svoja prava ostvaruju na način kako su to činili dok su vrijednosne papire držali neposredno. U - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina“, ulagatelji tim činom ostaju bez neposrednog stvarnog prava na vrijednosnim papirima

[888] Izričitim spominjanjem i procesnih i materijalnih odredaba stečajnog prava u čl. 8. st. 2. Haške konvencije nastoji se spriječiti da se neki dijelovi stečajnog prava ne primijene jer im se u različitim pravima pridaje drugačiji karakter. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-12; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 200. - 201.
[889] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-1
[890] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-4
[891] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 19. – 20.
[892] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-6; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 8 HSC Rd. 6; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 364. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 318.
[893] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 8-3, 8-9; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 318. – 319.

i, posljedično, svih prava koja su u tim vrijednosnim papirima utjelovljena. Budući da im prava više ne pripadaju, ulagatelji ih - nakon prepuštanja vrijednosnih papira intermedijeru – nisu ovlašteni ostvarivati.[894] U - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „direktnog vlasništva", u kojima promjena načina držanja bitno ne mijenja pravni položaj ulagatelja, gubitak neposrednog posjeda odnosno kontrole vrijednosnih papira ulagatelje lišava mogućnosti da se, radi ostvarenja svojih prava, legitimiraju prema izdavateljima, koji su im ta prava obvezni ispuniti.[895] Iako im prava i dalje pripadaju, ulagatelji ih - nakon što su vrijednosne papire prepustili intermedijeru – iz praktičnih razloga ne mogu ostvariti.

Gubitak prava ili mogućnosti njihovog direktnog ostvarenja, uslijed promjene načina držanja vrijednosnih papira, ulagatelji kompenziraju stjecanjem tražbina prema intermedijeru. Od intermedijera ulagatelji potražuju poduzimanje onog što je potrebno da - unatoč promjeni pravnog ili faktičnog položaja – njihov ekonomski položaj ostane u bitnome nepromijenjen. Prava koja je stekao ili mogućnosti koje su mu se pružile intermedijer je obvezan ostvarivati za račun i u interesu ulagatelja. Plodove i koristi od vrijednosnih papira koje je primio intermedijer nije ovlašten zadržati već ih je obvezan proslijediti ulagatelju.[896] Ako ga ulagatelj na to nije izrijekom ovlastio, vrijednosnim papirima intermedijer ne smije raspolagati za svoj račun već ih je obvezan čuvati i isporučiti ulagatelju na njegov zahtjev.[897] Naloge ulagatelja za raspolaganje vrijednosnim papirima intermedijer je obvezan izvršiti.[898] Poduzimajući ono što

[894] U američkom pravu izdavatelji vrijednosnih papira na ime (bilo da su o njima izdane isprave ili da su u nematerijaliziranom obliku) isključivo ovlaštenom glasovati, primati priopćenja i na drugi način ostvarivati sva prava i mogućnosti vlasnika tretiraju osobu koja je upisana u izdavateljev registar („registriranog vlasnika") (§ 8-207(a) UCC 1994). O tome v. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 28. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 314., 325. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 16. Donald, David C.; Miraz, Mahdi H., *op.cit*. (bilj. 12), str. 113. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 170.

[895] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 232., 238. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 170. U odnosu prema izdavatelju (*i.e.* dioničkom društvu) prava i obveze iz dionica njemačko pravo priznaje isključivo osobama upisanim u registar dionica neovisno je li riječ o ulagateljima kojima one pripadaju ili intermedijerima koji ih samo posjeduju (čl. 67. st. 2. r. 1. dAktG). U njemačkom pravu posredno držanje dionica nije samo po sebi smetnja za upis ulagatelja (*i.e.* suvlasnika zbirnog portfelja) u registar dionica. Upis u registar dionica omogućuje ulagateljima da - usprkos posrednom držanju - samostalno ostvare prava iz dionica direktno od izdavatelja. Osim ulagateljima, upis u registar dionica njemačko pravo dopušta intermedijerima, koji dionice nesamostalno posjeduju. Upisom intermedijer postaje tzv. „legitimirani dioničar" (njem. *Legitimationsaktionär*), koji je – iako mu dionice ne pripadaju - jedini u poziciji prema izdavatelju ostvarivati prava koja iz njih proizlaze. Za ostvarivanje tih prava intermedijeru je potrebno ovlaštenje vlasnika dionica. O tome v. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 26.

[896] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.33, 1.260(1); Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 355. O fundamentalnom značenju te obveze za cjelokupni sustav posrednog držanja imajući u vidu ključna očekivanja ulagatelja v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 692.

[897] Za zabranu raspolaganja bez ulagateljevog ovlaštenja v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 282.

[898] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.260(2); Za švicarsko pravo v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 97.

je potrebno, intermedijer stvara posljedica jednake onima koje bi ulagatelj - da vrijednosne papire drži neposredno - sam stvorio realizacijom vlasničkih ovlaštenja.[899] Zbog značenja za ekonomski položaj ulagatelja obveze intermedijera okosnica su posrednog držanja vrijednosnih papira.

Osim za ulagatelje, obveze intermedijera od presudne su važnosti i za njih same. Neupitan je interes intermedijera znati što im je činiti, tko je ovlašten zahtijevati ispunjenje, kako se oslobađaju pojedine obveze te pod kojim uvjetima i u kojem opsegu odgovaraju za njezino neispunjenje.

U većini slučajeva obveze intermedijera imaju osnovu u ugovoru sklopljenom s ulagateljem odnosno, u slučaju skrbničkog lanca, drugim intermedijerom.[900] Ugovarajući uvjete posrednog držanja, strane pobliže određuju dužne činidbe intermedijera i način njihovog ispunjenja. Čak i onda kad su obveze propisane zakonom, strane ih donekle mogu isključiti ili izmijeniti ugovorom.[901] Dispozitivnost zakonskog uređenja odraz je potrebe za prilagodbom svakog takvog odnosa okolnostima konkretnog slučaja i uvjerenja da je oblikovanje takvog odnosa najbolje prepustiti njegovim neposrednim sudionicima. Ni pravo pravičnosti intermedijeru ne nameće obveze koje on pod svaku cijenu treba ispuniti.

Iako praktična, jer omogućuju maksimalnu fleksibilnost, sloboda ugovaranja može biti problematična iz više razloga.[902] Prvi od njih nesrazmjer je u pregovaračkoj snazi ugovaratelja. Premda je najizraženiji kod ugovora između (malih) ulagatelja i njihovog intermedijera, nesrazmjer može postojati i među intermedijerima na susjednim karikama skrbničkog lanca. Ako jača strana neku obvezu smatra prekomjerno otegotnom, slabija strana nema moć prinuditi je da tu obvezu preuzme i ispuni. Drugi razlog dominacija je skrbničkih lanaca. Samo iznimno ulagatelji vrijednosne papire drže posredstvom jednog intermedijera. Karike skrbničkog lanca povezuju ugovori koji su međusobno neovisni i sadržajno nejednaki. Činjenica da je intermedijer na nižoj kariki preuzeo obvezu nije *per se* garancija preuzimanja takve obveze od

[899] Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 401. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 692.
[900] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.256; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 9.22 *et seq*.
[901] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.257; Za francusko i englesko pravo općenito v. Lawson, F.H., Fault and Contract – A Few Comparisons, Tulane Law Review [Vol. 49 1975], str. 304. Za njemačko pravo v. Riesenhuber, Karl, Damages for Non-Performance and the Fault Principle, European Review of Contract Law, Vol. 4, p. 119, 2008, https://ssrn.com/abstract=1501193, str. 8. Za američko pravo v. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 180.
[902] O toj problematici v. i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 9.25, 9.32 – 9.33; Micheler, Eva, No-look-through, *op.cit*. (bilj. 5), str. 12. – 14.

strane intermedijera na višoj kariki. Slobodu ugovaranja dodatno problematizira međunarodni element, koji je redovito prisutan kod skrbničkih lanaca. Osim po sadržaju ugovora koji vrijedi na svakoj od njih, karike se mogu razlikovati i po mjerodavnom pravu koje se na njih primjenjuje. To što obveza na različitim karikama jednako glasi ne znači nužno da na svakoj od njih proizvodi jednake učinke ako su na njima mjerodavna različita prava. Da problemi koje može stvoriti (potpuna) sloboda ugovaranja nisu prošli neopaženo svjedoče nastojanja kako na nacionalnoj tako i međunarodnoj sceni da se osmisli, usuglasi i propiše minimalni paket obveza koje – ako i u mjeri u kojoj to nije izrijekom dopušteno - intermedijeri ne mogu izbjeći ni ublažiti ugovorom.[903]

Među pravnim poretcima nema bitnih razlika u poimanju osnovnih obveza intermedijera. Osim očuvanja imovine na pohrani, intermedijere se obvezuje na ubiranje (od izdavatelja) odnosno pribavljanje (od intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca) plodova i koristi koje daje ta imovine i prosljeđivanje ubranih odnosno pribavljenih plodova i koristi klijentima te na raspolaganje tom imovinom po nalogu i za račun klijenata.[904] Očuvanje pohranjene imovine podrazumijeva neprekidno držanje odgovarajućeg pokrića za prava klijenata, koja su evidentirana pripisima na njihove račune vrijednosnih papira, i promptno uklanjanje manjka koji bi unatoč tome nastao.[905] Očuvanje može zahtijevati i segregaciju ili drugi način raspoređivanja te imovine na prava klijenata.[906] Ubiranje odnosno pribavljanje

[903] Za Ženevsku konvenciju v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of France), UNIDROIT 2009, CONF. 11/2 – Doc 8, Rd. 3.2.2, 3.5.2; UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of France), Annex 2: Core duties of intermediaries, Conf. 11 - Doc. 16, str. 5. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Final Session, Comments (submitted by the European Commission), UNIDROIT 2009, CONF. 11/2 – Doc 18, Rd. 8., 10.). Za harmonizirani paneuropski pravni okvir v. LCG, Second Advice, *op.cit*. (bilj. 44), str. 35. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 8. *Contra* LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.258 - 1.259. Po mišljenju *Law Commission*, harmonizirani paneuropski pravni okvir ne bi trebao nastojati uskladiti opseg i stupanj intermedijerovih obveza koje bi vrijedile umjesto onih koje intermedijer trenutno ima po nacionalnom pravu i regulativi. Umjesto toga, mogao bi – smatra *Law Commission* – odrediti minimalni standard obveza koje bi vrijedile ako strane ne bi ugovorile drugačije, čime bi povećao povjerenje na tržištu i učinkovitost.

[904] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.260 - 1.261; LCG, Second Advice, *op.cit*. (bilj. 44), str. 35. – 36. Za švicarsko pravo v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 11. – 15.

[905] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.65, 1.94(8); Po mišljenju *Law Commission*, iz harmoniziranog paneuropskog pravnog okvira treba biti jasno koje su to radnje koje intermedijer treba poduzimati da bi držao dovoljno vrijednosnih papira odgovarajuće vrste i roda i u kojim okolnostima je intermedijer odgovoran za nastali manjak. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.278 – 1.279; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.19 – 3.20; Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 1; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 194. – 195. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-030, 18-065

[906] Odvajanje financijskih instrumenata koje skrbnik drži za svoje klijente od skrbnikovih („kućnih“) financijskih instrumenata zahtijeva europsko pravo (čl. 13. st. 7. MiFID I, čl. 16. st. 1. t. (d) MiFID Provedbene Direktive, čl. 16. st. 8. MiFID II). Skrbnik odvaja financijske instrumente tako da ih, *inter alia*, drži na različitim računima u

plodova i koristi te njihovo prosljeđivanje klijentima intermedijeri su obvezni provoditi na vlastitu inicijativu. Za to im nije potreban nalog. Obveza izvršavanja naloga klijenata vrijedi, ne samo kod raspolaganja pohranjenom imovinom i povlačenja te imovine s pohrane, već i prilikom ostvarivanja prava koja daje ta imovina (*e.g.* prava glasa).[907] Osim naloga klijenata, od intermedijera se očekuje izvršavanje naloga drugih ovlaštenih osoba, koji ovlaštenje za davanje naloga crpe iz zakona, ugovora – bilo da je riječ o ugovoru o računu koji sadrži popis ovlaštenih osoba ili o punomoći koju je imatelj računa dao ne kršeći pritom ugovor o računu ili o kontrolnom ugovoru sklopljenom u svrhu zasnivanja prava radi osiguranja -, odluke suda ili jedinstvenih pravila sustava za namiru.[908] Ono po čemu se pravni poretci razlikuju način je ispunjenja tih obveza i mogućnost njihovog ugovornog isključenja ili ograničenja. Neke od propisanih obveza vrijede samo ako i u mjeri u kojoj drugačije nije utvrđeno ugovorom.[909]

Obveze intermedijera u većini slučajeva nisu „apsolutne" (engl. *absolute*) u smislu u kojem se taj pojam rabi u anglosaksonskom pravnom krugu, odnosno ne spadaju među „obveze cilja" (fra. *obligations de résultat*) sukladno sistematizaciji važećoj u francuskom obveznom pravu.[910] Intermedijer, naime, ne proizvodi niti prodaje stvar već svojim klijentima pruža

---

evidencijama podskrbnika. Za europsko pravo v. Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 8; Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/56. Za belgijsko pravo v. Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 224. – 225. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 66., 93., 287. Za luksemburško pravo v. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-009. Za francusko pravo v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 134., 287. Za švicarsko pravo v. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 70. O segregaciji v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 21. Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 3; de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 204. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 14. – 15. Vermaas, Maria, *op.cit.* (bilj. 82), str. 589. *et seq*. O tome v. i Deryugina, Mariya, Standardization of Securities Regulation: Rehypothecation and Securities Commingling in the United States and the United Kingdom, Review of Banking & Financial Law, Vol. 29, 2009, str. 254., 286., koja zagovara uvođenje međunarodnog standarda koji bi zahtijevao segregaciju klijentovih vrijednosnih papira.

[907] Za harmonizirani paneuropski pravni okvir v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.231, 1.260; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.15. Za njemačko pravo dioničkih društava v. Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 98.

[908] O potrebi postojanja jasnih pravila unutar harmoniziranog paneuropskog pravnog okvira koja uređuju okolnosti u kojima je intermedijer obvezan i ovlašten izvršiti nalog osobe koja nije imatelj računa v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.68, 1.94(9); LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.282; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.22. O alternativnim pravnim osnovama naloga v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.281, 1.283; LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.67; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.23.

[909] Za mogućnost drugačijeg ugovaranja u kontekstu harmoniziranog paneuropskog pravnog okvira v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.231, 1.280. *Cf.* Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 357., koji smatra da pitanje odgovornosti intermedijera za neispunjenje obveza izvršavanja naloga i držanja odgovarajućeg pokrića za prava ulagatelja ne treba nužno usklađivati na europskoj razini.

[910] Apsolutne obveze su one neispunjenje kojih rezultira apsolutnom odgovornošću. O apsolutnoj odgovornosti v *infra* bilj. 917. O „obvezama cilja" u francuskom pravu v. Rowan, Solène, Fault and Breach of Contract in France and England: Some Comparisons, [2011] European Business Law Review, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1837505, str. 469. *et seq.* Farnsworth, E. Allan, On Trying to Keep One's Promises: The Duty of Best Efforts in Contract Law, University of Pittsburgh Law Review [Vol. 46:1 1984], str. 3. Lawson, F.H., *op.cit*. (bilj. 901), str. 300. – 301. Riesenhuber, Karl, *op.cit*. (bilj. 901), str. 16.

uslugu.[911] Većinu svojih obveza intermedijer ne ispunjava postizanjem određenog cilja, već poduzimanjem radnji koje su potrebne da se taj cilj postigne.[912] Te radnje intermedijer je obvezan poduzimati s dužnom pozornošću u skladu s razumnim trgovačkim standardima.[913] Sukladno sistematizaciji važećoj u francuskom obveznom pravu, obveze intermedijera stoga većinom spadaju među „obveze sredstva".[914]

Intermedijerova odgovornost za neispunjenje obveze ovisi o tome o kakvoj je obvezi riječ. Ako nije ispunio obvezu koja spada među „obveze sredstva", intermedijer odgovara samo u slučaju kad je neispunjenje skrivio ne postupajući s dužnom pozornošću. Budući da mu je većina obveza takva, odgovornost intermedijera dominantno je subjektivna.[915] Ako se neispunjenje tiče obveze koja spada među „obveze cilja", intermedijer odgovara neovisno o krivnji. U tim, iznimnim slučajevima odgovornost intermedijera je objektivna.[916] Upitno je može li se za neispunjenje takve obveze intermedijer osloboditi odgovornosti dokazujući da ga je uzrokovala viša sila (*i.e.* događaj izvan intermedijerove kontrole koji nije mogao predvidjeti i čije posljedice nije mogao izbjeći ni otkloniti) ili odgovara bezuvjetno („apsolutno") neovisno o uzroku neispunjenja.[917]

Whincup, Michael H., Contract Law and Practice, The English System with Scottish, Commonwealth and Continental Comparisons, Fifth edition, 2006, Rd. 6.100; Alessi, Dario, The Distinction between *Obligations de Résultat* and *Obligations de Moyens* and the Enforceability of Promises, European Review of Private Law 5-2005, str. 600.

[911] Za neispunjenje obveza iz ugovora o pružanju usluga strane odgovaraju samo ako su ga skrivile, čak i u pravnim poretcima u kojima je odgovornost za neispunjenje ugovornih obveza načelno objektivna (*e.g.* engleski, američki). O tome v. Rowan, Solène, *op.cit*. (bilj. 910), str. 475., 481. Farnsworth, E. Allan, *op.cit*. (bilj. 910), str. 5. Riesenhuber, Karl, *op.cit*. (bilj. 901), str. 30.

[912] Obveza intermedijera izvršiti nalog za prijenos ne znači da je intermedijer obvezan osigurati prijenos vrijednosnih papirima onome kome ih njegov klijent želi prenijeti. Jedino što je intermedijer obvezan dati je pravovremeno i na odgovarajući način jednaki nalog intermedijeru na višoj razini.

[913] O tome u kontekstu harmoniziranog paneuropskog pravnog okvira v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.280.

[914] O „obvezama sredstva" u francuskom pravu v. Rowan, Solène, *op.cit*. (bilj. 910), str. 469. *et seq.* Farnsworth, E. Allan, *op.cit*. (bilj. 910), str. 3. Lawson, F.H., *op.cit*. (bilj. 901), str. 300. - 301. Riesenhuber, Karl, *op.cit*. (bilj. 901), str. 16. Whincup, Michael H., *op.cit*. (bilj. 910), Rd. 6.100; Alessi, Dario, *op.cit*. (bilj. 910), str. 660. – 661.

[915] O subjektivnoj odgovornosti za neispunjenje „obveza sredstva" v. Riesenhuber, Karl, *op.cit*. (bilj. 901), str. 16. Rowan, Solène, *op.cit*. (bilj. 910), str. 470. Lawson, F.H., *op.cit*. (bilj. 901), str. 302. Alessi, Dario, *op.cit*. (bilj. 910), str. 663., 665.

[916] O objektivnoj odgovornosti za neispunjenje „obveza cilja" v. Riesenhuber, Karl, *op.cit*. (bilj. 901), str. 16. Rowan, Solène, *op.cit*. (bilj. 910), str. 470. Lawson, F.H., *op.cit*. (bilj. 901), str. 302. Alessi, Dario, *op.cit*. (bilj. 910), str. 663., 665.

[917] Za razliku između apsolutne i objektivne („striktne") odgovornosti v. Rowan, Solène, *op.cit*. (bilj. 910), str. 467. Riesenhuber, Karl, *op.cit*. (bilj. 901), str. 29. O apsolutnoj odgovornosti u engleskom pravu pobliže v. Kelly, Cliona, Paradine v. Jane: A Doctrine of Absolute Contractual Liability?, Irish Student Law Review [Vol. 12 2004], str. 65., 71., 81. Koffman, Laurence; Macdonald, Elizabeth, The Law of Contract, Fifth Edition, 2004, Rd. 20.5

Pitanje koje se postavlja kod skrbničkih lanaca utjecaj je neispunjenja obveze od strane intermedijera na višoj kariki (*i.e.* podskrbnika) na odgovornost intermedijera na nižoj kariki (*i.e.* skrbnika) za neispunjenje korespondirajuće obveze.[918] Treba li intermedijer ispuniti svoju obvezu ulagatelju unatoč tome što njegov intermedijer nije ispunio takvu obvezu njemu? Odgovor na to pitanje ovisi o vrsti obveze o kojoj je riječ.

Ako ona spada među „obveze cilja", za koje ulagateljev intermedijer odgovara objektivno, izostanak krivnje ne oslobađa ga odgovornosti za njezino neispunjenje. Skrivljeno neispunjenje korespondirajuće obveze od strane intermedijera na višoj kariki nije razlog zbog kojeg bi ulagatelj trebao ostati prikraćen za dužnu činidbu svog intermedijera. Jedino što ulagateljevom intermedijeru u takvom slučaju preostaje dokazivanje je više sile. Odgovornosti za neispunjenje svoje obveze može se potencijalno osloboditi samo ako dokaže da je zbog neispunjenja korespondirajuće obveze svog intermedijera nije mogao ispuniti. Pritom treba dokazati da neispunjenje intermedijera na višoj kariki nije mogao predvidjeti te da posljedice neispunjenja nije mogao izbjeći ni ukloniti. Ni dokaz više sile nije nužno dovoljan ako je obveza ulagateljevog intermedijera „apsolutna" u smislu u kojem se taj pojam rabi u anglosaksonskom pravnom krugu. U tom slučaju ulagateljev intermedijer odgovara za neispunjenje neovisno kako i zašto je do njega došlo.

Ako obveza ulagateljevog intermedijera spada među „obveze sredstva", za koje odgovara subjektivno, njegova odgovornost u nekim pravnim poretcima ovisi o odnosu s intermedijerom na višoj kariki. Ako je ulagateljev intermedijer vrijednosne papire prepustio svom intermedijeru da bi mu on pomogao prilikom ispunjenja njegove obveze, krivnja pomoćnika vrijedi kao njegova krivnja. To što ulagateljev intermedijer nije skrivio neispunjenje svoje obveze ne oslobađa ga odgovornosti ako je njegov intermedijer skrivio neispunjenje svoje obveze. Ako je ulagateljev intermedijer vrijednosne papire prepustio svom intermedijeru da bi on obvezu ispunio umjesto njega, krivnja zamjenika mu se ne pribraja. U tom slučaju ulagateljev intermedijer odgovara samo ako nije primijenio dužnu pozornost prilikom odabira, nadzora i davanja uputa svom intermedijeru.

Neodgovornost ulagateljevog intermedijera za radnje i propuste ostalih karika skrbničkog lanca ulagatelja potencijalno stavlja u nezavidan položaj. Da bi ostvario svoje pravo ulagatelj je prisiljen osloniti se na usklađenu aktivnost većeg broja osoba od kojih nijedna nije

[918] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 122. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 8. Po mišljenju *Benjamin* (Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.35), mogućnost klijenta da tuži globalnog skrbnika zbog podskrbnikovog neispunjenja spada među najintenzivnije pregovarana pitanja u industriji globalnog skrbništva. Odgovornost za podskrbnika *Yates* i *Montagu* (Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.57) ubrajaju među trgovački najosjetljivija pitanja s kojima se suočava globalni skrbnik.

obvezna osigurati da sve druge ispune onaj dio te aktivnosti koji otpada na svaku od njih. Ako činjenica da njegov intermedijer nije ispunio obvezu prema njemu ulagateljevog intermedijera oslobađa jednake obveze prema ulagatelju, potonji bi svoje pravo trebao moći direktno ostvariti od one karike skrbničkog lanca koja je uzrokovala neispunjenje. Upitno je postoji li takva mogućnost i, ako postoji, na kakvom pravnom mehanizmu počiva. Ulagateljeva prava većinom proizlaze iz niza bilateralnih obveznopravnih odnosa, koji su – premda međusobno uvjetovani i funkcionalno povezani – formalno samostalni i neovisni jedni od drugih. Povreda u okviru jednog od njih tiče se – pravno gledano – isključivo njegovih neposrednih sudionika. Čak i kad bi znao koji intermedijer je prekršio svoju obvezu, ulagatelj načelno ne raspolaže pravnim sredstvima koja bi mu omogućila da ishodi njezino ispunjenje jer je prekršitelj nije preuzeo prema njemu.

Po mišljenju *Kande et al.*, intermedijere pravni poretci trebaju obvezati barem na primjenu dužne pozornosti prilikom odabira intermedijera na višoj kariki skrbničkog lanca i provedbe nadzora na njegovim ispunjavanjem svojih obveza. Povrh toga, mogu ih obvezati da intermedijeru na višoj kariki ugovorom nametnu obveze pravozaštitni učinak kojih nije slabiji od onih koje su sami preuzeli – bilo jer su na njih pristali ugovorom ili jer su im nametnute propisom - prema svom klijentu. Intermedijera pravni poretci mogu obvezati i da sa svojim intermedijerom ugovori podvrgavanje njegovog intermedijera sličnim obvezama.[919]

5.1 Englesko pravo

5.1.1 Obveze

U engleskom pravu obveze intermedijera proizlaze iz propisa, ugovora sklopljenog s imateljem računa i sudske prakse.[920]

Za većinu intermedijerovih obveza pravna osnova je ugovor.[921] Osim da ih pobroje, ugovor stranama služi da pobliže odrede predmet intermedijerovih obveza i način njihovog ispunjenja.[922] Ugovor je u engleskom pravu relevantan ne samo kao podloga obveznopravnog odnosa već i kao isprava o povjerenstvu (engl. *trust instrument*), kojom se uspostavlja i uređuje povjerenički odnos.

---

[919] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 122.

[920] The Law Commission, Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, London, 2014 (u daljnjem tekstu: LV, Fiduciary Duties), Rd. 3.5; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.1 *et seq*. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 280.

[921] FMLC, Property Instruments, *op.cit.* (bilj. 127), str. 21. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.39; LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 10.53

[922] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.3; *Yates* i *Montagu* naglašavaju važnost ugovornih odredaba koje pobliže određuju intermedijerove obveze (engl. *duty defining clauses*). O tome v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 34. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 7.

Sudska praksa, koju među pravne osnove intermedijerovih obveza svrstava intermedijerova uloga povjerenika, najmanje doprinosi uređenju njegovog odnosa s imateljem računa.[923] Sudskog su podrijetla fiducijarne obveze (engl. *fiduciary duties*), obveze koje se tiču realizacije ovlaštenja i obveza dužne pažnje (engl. *duty of care*). Na pitanje koje sve fiducijarne obveze duži intermedijer i što im je predmet pravna književnost ne daje jednoznačan odgovor.[924] Prijeporno je navaljuje li intermedijeru povjerenička uloga - povrh četiri općevažeće fiducijarne obveze koje preuzima *ipso facto* stupanjem u tu ulogu[925] – dodatne, za posredno držanje vrijednosnih papira specifične fiducijarne obveze.[926] Kategorički odgovor na to pitanje rijetko se susreće u pravnoj književnosti.[927] S druge strane, brojni su primjeri spominjanja fiducijarnih obveza intermedijera, iz kojih nije posve jasno radi li se o dodatnim obvezama ili o prilagodbi općevažećih obveza specifičnim okolnostima.[928] Prijeporno je i mogu li se fiducijarne obveze – za koje se utvrdi da ih intermedijerima nameće „pravičnost" (engl. *equity*) - izmijeniti, isključiti ili ograničiti ugovorom. Veći dio doktrine i recentna judikatura dopuštaju takvu mogućnost.[929] Manjina (*Kay*, *McFarlane* i *Stevens*) se tome protivi.[930] Ni oni koji mogućnost isključenja načelno dopuštaju protive joj se kad je riječ o temeljnoj fiducijalnoj obvezi lojalnosti (engl. *core fiduciary duty of loyalty*).[931] Isključenje nije dopušteno ni u slučaju

[923] O povjerenstvu (engl. *trusteeship*) kao najintenzivnijem obliku fiducijarnog odnosa v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.46.

[924] Razlike u pravnoj književnosti refleksija su promjene sudske prakse. U prošlosti, pojam „fiducijarne obveze" koristio se za označavanje obveza fiducijara. Novija sudska praksa protivi se takvom korištenju. U podlozi protivljenja spoznaja je da, osim fiducijarnih, fiducijari imaju i obveze koje nisu fiducijarne (engl. *non-fiduciary duties*). Samo obveze koje su svojstvene isključivo fiducijarima zavređuju status fiducijarnih. O tome v. LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 3.11 – 3.12.

[925] Četiri fiducijarne obveze načelno nisu prijeporne. Bez korisnikove suglasnosti, povjerenik ne smije: (1) staviti se u položaj u kojem je njegov interes u koliziji s korisnikovim; (2) iz svog položaja izvući korist na štetu korisnika; (3) staviti u položaj, koji njegovu obvezu prema jednom korisniku stavlja u sukob s njegovom obvezom prema drugom korisniku; ni (4) podatke koje mu je korisnik dao u povjerenju koristiti u svom interesu ili interesu drugog korisnika. O tome v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.38, 6.47 – 6.55; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.48; LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 3.28; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 35.

[926] Prijepor potencira otegotnost fiducijarnih obveza u odnosu na uobičajene obveze iz trgovačkih ugovora. O tome v. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 22.

[927] Za jedni poznat slučaj v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.39.

[928] McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 41. Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 197., 207. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.39. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.197, 1.263, 1.268

[929] LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 3.26, 3.37 – 3.40, 10.49, 10.52 – 10.54; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.50; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 22. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.41, 6.46; Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 207. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 37. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 311. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 51. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-031

[930] Kay, J., The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report (July 2012), str. 67. LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 10.48; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 41. *McFarlane* i *Stevens* osporavaju mogućnost ugovornog isključenja ili ograničenja obveze intermedijera položiti račun.

[931] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.45; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 36. – 37. *Liang* govori o više takvih „temeljnih" obveza pritom ih ne nabrajajući.

prijevare.[932] Ono što je neprijeporno nesklonost je sudova uplitati se u trgovački odnos intermedijera s imateljem računa koji raspolaže dostatnim znanjem i iskustvom.[933] Od sudionika takvog odnosa sudovi očekuju da ga sami urede ugovorom na način na koji žele i smatraju potrebnim. Intermedijerima sudovi nerado nameću fiducijarne obveze. To su voljni učiniti samo ako smatraju da je to „nužno i prikladno da bi strane ugovorom ostvarile ono što ispravno očekuju imajući u vidu kontekst".[934] Vezanost intermedijera fiducijarnim obvezama za judikaturu je faktičko pitanje koje ovisi o okolnostima konkretnog slučaja.[935]

De lege lata, propisane obveze posljedica su usklađivanja domaćeg prava s europskom pravnom stečevinom (MiFID). Doprinos propisa nastalih po uzoru na europsko pravo uređenju intermedijerovog odnosa s imateljem računa posebno je naglašen u dijelu zaštite imovine koju intermedijer drži za imatelja računa. Propisanih obveza intermedijeri se ne mogu osloboditi niti ih mogu ograničiti ili izmijeniti ugovorom sklopljenim s klijentom (COBS 2.1.2R).[936] Nedovoljna pravna sigurnost te ograničeni doseg propisa iz kojih proizlaze obveze intermedijera nagnali su *FMLC* da predloži kodifikaciju nekolicine dodatnih obveza. Zakonsku osnovu time bi dobile i obveze vezane uz administriranje imovine koju intermedijer drži za imatelja računa. *De lege ferenda*, intermedijer bi takve obveze trebao moći isključiti ili ograničiti ugovorom (FMLC načela 1(c) i 2(c)). Ono čime sloboda ugovaranja treba biti ograničena prisilni su propisi i prava trećih osoba.[937]

Englesko pravo obvezuje intermedijera štititi vrijednosne papire koje drži za imatelje računa. Obveza zaštite podrazumijeva zabranu korištenja tim vrijednosnim papirima bez prethodne suglasnosti imatelja računa. Zaštiti vrijednosnih papira koje drži za imatelje računa namijenjena je i obveza njihove segregacije od vrijednosnih papira koje intermedijer drži za sebe.[938] Ta obveza od iznimne je važnosti jer o njezinom ispunjenju ovisi nastanak valjanog povjerenstva.[939]

---

[932] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 37.
[933] LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 3.5(1), 10.54; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.5(1); Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.25
[934] LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 10.44
[935] LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 10.33 – 10.34, 10.47
[936] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 19., 21. – 22.
[937] FMLC, Property Instruments, *op.cit.* (bilj. 127), str. 19., 21. Po mišljenju *FMLC*, intermedijer ne bi mogao ugovorom isključiti ili ograničiti obvezu ako bi time nastao nesklad između ugovorne obveze i obveze koja proizlazi iz prisilnog propisa, kao ni ako bi isključivši ili ograničivši svoju zakonsku obvezu utjecao na prava trećih osoba (*e.g.* u slučaju stečaja).
[938] Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-05; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 50. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-028
[939] Iz tog razloga *Liang* (Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 34.) je smatra osnovnom obvezom iz povjereničkog odnosa.

Pravozaštitne obveze proizlaze, u prvom redu, iz pravila koja je englesko pravo usvojilo kako bi se uskladilo s europskom pravnom stečevinom odnosno zahtjevima europskog prava. Takvo pravilo nalaže intermedijeru poduzeti odgovarajuće mjere radi zaštite prava vlasništva klijenata, posebno u slučaju stečaja intermedijera, i sprječavanja korištenja klijentovom imovinom o kojoj skrbi (engl. *safe custody assets*) bez izričite suglasnosti klijenta (CASS 6.2.1R).[940] Iz takvog pravila proizlazi i nužnost odgovarajućeg organizacijskog ustroja intermedijera kako bi se rizik gubitka ili smanjenja imovine o kojoj skrbi ili prava u vezi s tom imovinom, nastao kao rezultat zlouporabe imovine, prijevare, lošeg administriranja, neprimjerenog vođenja evidencije ili nemara, sveo na najmanju moguću mjeru (CASS 6.2.2R).[941] Intermedijeru takvo pravilo ne dopušta korištenje imovinom klijenta o kojoj skrbi – bilo u vidu zajma vrijednosnih papira, repo transakcija ili na neki drugi način - za svoje potrebe ili za potrebe neke druge osobe bez izričite prethodne suglasnosti klijenta u pisanom obliku ni odstupajući od točno određenih uvjeta korištenja s kojima se klijent suglasio (CASS 6.4.1R(1)).[942] Ako je imovina o kojoj skrbi na zbirnom računu kod trećeg, za korištenje takvom imovinom intermedijeru potencijalno treba suglasnost svih klijenata za koje intermedijer drži tu imovinu na tom računu (*i.e.* ne samo onih klijenata za koje drži imovinu kojom će se koristiti)[943] (CASS 6.4.1R(2)).[944] Takvo pravilo intermedijeru načelno zabranjuje zasnivanje prava radi osiguranja (engl. *security interest*) i založnog pravo (engl. *lien*) kao i ugovaranje prava prijeboja (engl. *right of set-off*) u korist druge osobe na imovini o kojoj skrbi za klijente, koje bi omogućilo toj drugoj osobi da raspolaže tom imovinom radi namirenja svojih tražbina (CASS 6.3.6AR(1)).[945] Zabrana iznimno ne vrijedi kad se tražbine tiču intermedijerovog klijenta (CASS 6.3.6AR(1)(a)(i)) odnosno usluga koje je ta druga osoba pružila intermedijerovom klijentu (CASS 6.3.6AR(1)(a)(ii)) ili pak ako zasnivanje odnosno ugovaranje prava zahtijeva strano mjerodavno pravo u državi u kojoj intermedijer drži imovinu o kojoj skrbi za klijente (CASS 6.3.6AR(1)(b)(i)), i to pod uvjetom da je intermedijer priopćio tu

[940] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 13. st. 7. MiFID I odnosno čl. 16. st. 8. MiFID II. Za kritički osvrt v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 7.38.
[941] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 16. st. 1. t. (f) MiFID Provedbene Direktive, odnosno čl. 2. st. 1 t. (f) MiFID Delegirane Direktive. Za kritički osvrt v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 7.38.
[942] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 19. st. 1. MiFID Provedbene Direktive, odnosno čl. 5. st. 1. MiFID Delegirane Direktive. O tome v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 7.39 – 7.40; Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 24. Deryugina, Mariya, *op.cit*. (bilj. 906), str. 272.
[943] Suglasnost samo tih klijenata dovoljna mu je ako ima uspostavljene sustave i kontrole koji osiguravaju korištenje imovinom samo onih klijenata koji su se na odgovarajući način usuglasili s korištenjem.
[944] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 19. st. 2. MiFID Provedbene Direktive, odnosno čl. 5. st. 2. MiFID Delegirane Direktive.
[945] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 2. st. 4. MiFID Delegirane Direktive. O toj zabrani v. i Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 21. Za englesko pravo prije stupanja na snagu odredbe (CASS 6.3.6AR(1) v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 7.41 – 7.42.

činjenicu klijentu kako bi se potonji upoznao s rizicima povezanim sa zasnivanjem ili ugovaranjem prava (CASS 6.3.6AR(1)(b)(ii)) i da je poduzeo razumne korake kako bi se uvjerio da je zasnivanje ili ugovaranje prava na imovini o kojoj skrbi za klijente u njihovom najboljem interesu (CASS 6.3.6AR(1)(b)(iii)). Intermedijera takvo pravilo prisiljava poduzimati prikladne mjere radi sprečavanja neovlaštenog korištenja imovinom o kojoj skrbi za vlastite potrebe ili za potrebe bilo koje druge osobe (CASS 6.4.1CR).[946] Iz takvog pravila proizlazi i obveza intermedijera poduzeti potrebne mjere kako bi osigurao da se sva kod trećeg deponirana imovina klijenta o kojoj skrbi može razdvojiti od intermedijerove imovine i od imovine tog trećeg, tako da se vodi na različito nazvanim računima u evidencijama tog trećeg ili pomoću drugih odgovarajućih mjera kojima se postiže ista razina zaštite (CASS 6.3.4A-1R).[947]

Pravozaštitne obveze temelje se i na odlukama sudova. Po mišljenju *Law Commission*, intermedijer kao povjerenik obvezan je poduzimati sve razumne korake radi zaštite imovine na povjerenstvu, što uključuje i neizvrgavanje te imovine nepotrebnom riziku.[948] Intermedijeru uloga povjerenika ne dopušta da se bez suglasnosti koristi imovinom na povjerenstvu niti da njome raspolaže radi ostvarenja osobne koristi.[949] Intermedijer u toj ulozi obvezan je pažljivo postupati primjenjujući vještinu koju tvrdi da posjeduje.[950] Sve te obveze *Law Commission* svrstava među fiducijarne, čak i povjerenikovu obvezu dužne pažnje kojoj se u pravnoj književnosti dominantno uskraćuje fiducijarni karakter.[951] Po mišljenju *McFarlanea* i *Stevensa*, sudskog je podrijetla i obveza intermedijera kao povjerenika položiti svom klijentu račun (engl. *duty to account*) za imovinu na povjerenstvu.[952] Te svoje obveze intermedijer se ne može

[946] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 5. st. 3. MiFID Delegirane Direktive. Među te mjere spada *e.g.* dogovor s klijentima oko mjera koje će intermedijer poduzeti u slučaju nedostatnosti klijentove pozicije na računu na datum namire (*e.g.* pozajmljivanje odgovarajućih vrijednosnih papira za račun klijenta ili zatvaranje pozicije) (CASS 6.4.1CR(1)), pomno praćenje projekcije vlastite sposobnosti provesti isporuku na datum namire (CASS 6.4.1CR(2)), uspostava korektivnih mjera za slučaj da ne može provesti isporuku na datum namire (CASS 6.4.1CR(3)) i pomno praćenje te žurno zahtijevanje isporuke neisporučenih vrijednosnih papira na datum namire i nakon toga (CASS 6.4.1CR(4)).

[947] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 2. st. 1. t. (d) MiFID Delegirane Direktive. O toj obvezi v. i Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 26.

[948] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.263

[949] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.268; Doduše, valja spomenuti da povredu obveze neovlaštenog korištenja i raspolaganja *Law Commission* smatra kršenjem povjerenstva. Za razliku između povrede fiducijarne obveze i kršenja povjerenstva v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.37.

[950] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.263; O obvezi urednog korištenja imovinom u povjerenstvu v. i Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 281.

[951] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.197; Za potvrdu fiducijarnog karaktera obveze dužne pažnje v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.270. O obvezi dužne pažnje kao nefiducijarnoj obvezi v. LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 3.13, 3.70; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.37.

[952] McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 41. Iako takvu obvezu izrijekom ne nazivaju fiducijarnom, zaključak da je takvom smatraju može se izvesti iz toga što predviđaju striktnu odgovornost za njezino neispunjenje.

osloboditi dokazujući vlastitu pozornost i poštenje odnosno postupanje u skladu s razumnim trgovačkim standardima pažnje kako bi osigurao da manjak ne nastane.[953] Oprečnog stava je *Benjamin*, koja smatra da važeće englesko pravo intermedijera ne obvezuje ukloniti manjak koji nije uzrokovao kršeći svoju obvezu.[954] Osim što – po njezinom mišljenju - ne bi bilo pravedno da koristi od imovine pripadnu klijentu, a da rizik njezine neskrivljene propasti padne na intermedijera, navaljivanje odgovornosti na intermedijera za manjak skrivljen na višoj razini nespojivo je sa stvarnopravnom naravi klijentovog prava.[955] Iako važeće englesko pravo intermedijera ne priječi da ugovorom preuzme odgovornost za štetu uzrokovanu skrivljenim radnjama i propustima intermedijera na višoj razini, *Benjamin* ukazuje da bi takvo iskakanje iz postojećeg pravnog okvira bilo nepovoljno kako za samog intermedijera, kojem bi nametnulo dodatne regulatorne kapitalne zahtjeve, tako i za tržište u cjelini, koje bi izvrgnulo sistemskom riziku.[956]

Obvezi držanja pokrića *FMLC* je namijenio posebnu zakonsku osnovu. *De lege ferenda*, intermedijer treba biti zakonom obvezan osigurati da zbirno pohranjeni vrijednosni papiri budu dovoljni za namirenje svih prava klijenata glede tih vrijednosnih papira (FMLC načelo 2(c)(iii)). Intermedijera zakonski tekst – kako ga predlaže *FMLC* - ne obvezuje apsolutno. Za ispunjenje obveze prema pojedinom ulagatelju dovoljno bi bilo da intermedijer postupi u skladu s ugovorom koji je sklopio s tim ulagateljem i, ako drugačije nisu ugovorili, primjeni pozornost potrebnu za izbjegavanje nastanka manjka u skladu s razumnim tržišnim standardima.[957] Po mišljenju *Law Commission*, zakonska obveza primjene pozornosti u skladu s razumnim

[953] Ako intermedijer ne bi mogao položiti račun za svu imovinu u povjerenstvu, obvezan bi bio klijentu nadoknaditi novčanu protuvrijednost imovine koja nedostaje.
[954] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.29; Za takav stav v. i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.40 – 6.41, 6.74, 6.80
[955] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.29 - 19.31; Odnos ulagatelja i intermedijera nije obični obveznopravni odnos (poput odnosa deponenta novčane svote i banke), u kojem se sudionici trebaju držati preuzetih obveza jedni prema drugima neovisno o eventualnim obvezama svakog od njih prema trećima. Ako ne postoji ono na što se stvarno pravo odnosi, odnosno na čemu egzistira (*i.e.* stvar), ne može postojati ni obveza na isporuku.
[956] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.36; Objektivna odgovornost intermedijera za intermedijera na višoj razini mogla bi se protumačiti kao garancija navalivši mu značajnije regulatorne kapitalne zahtjeve. Osim što intermedijer ne mora imati dovoljno kapitala da bi uopće mogao preuzeti takvu odgovornost, naknada koju naplaćuje nije odgovarajuća protučinidba za njezino preuzimanje. Povrh toga, objektivna odgovornost intermedijera za intermedijera na višoj razini sistemski je rizična jer stečaj potonjeg može imati domino efekt. *Contra* COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions /* SWD/2012/0185 final */, od 3. srpnja 2012., str. 39. – 40. O ugovorom preuzimanju odgovornosti za intermedijera na višoj razini v. i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.80. Nije izgledno da bi intermedijer preuzeo odgovornost za intermedijera s kojim nije u neposrednom ugovornom odnosu.
[957] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.269; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 16.

tržišnim standardima treba dopuniti (a ne nadomjestiti) fiducijarnu obvezu postupanja s dužnom pozornosti, koju intermedijer ima prema svojim klijentima.[958]

Od intermedijera englesko pravo očekuje uredno evidentiranje prava na vrijednosnim papirima koje drži za imatelje računa. U svoje evidencije intermedijer upisuje prava ne samo imatelja računa već i trećih osoba u korist kojih su zasnovana ili ugovorena. Intermedijer je, osim toga, obvezan evidentirati transakcije s imovinom na povjerenstvu.[959]

Kao i obveza zaštite, obveza evidentiranja dominantno proizlazi iz pravila koja je englesko pravo usvojilo kako bi se uskladilo s europskom pravnom stečevinom odnosno zahtjevima europskog prava. Takvo pravilo obvezuje intermedijera voditi evidencije i račune koji su nužni da bi u svakom trenutku i bez odlaganja mogao razlikovati imovinu koju drži za jednog klijenta od imovine koju drži za bilo kojeg drugog klijenta i od vlastite imovine (CASS 6.6.2R).[960] Iz takvog pravila proizlazi i obveza intermedijera voditi evidencije i račune na način koji osigurava njihovu točnost i usklađenost s imovinom koju drži za klijente te koji omogućuje njihovo korištenje za potrebe revizije (CASS 6.6.3R).[961] Na takvom pravilu temelji se i obveza intermedijera redovito sravnjivati vlastite evidencije i račune koji sadrže imovinu o kojoj skrbi za klijente s takvim evidencijama i računima trećih koji drže tu imovinu (CASS 6.6.34R).[962] Zasnovana i ugovorena prava na imovini o kojoj skrbi za klijente, kojih je svjestan, intermedijer je na temelju takvog pravila obvezan upisati u svoje evidencije, iz kojih jasno treba proizlaziti vlasništvo nad tom imovinom čak i u slučaju intermedijerovog stečaja (CASS 6.3.6D(2) u svezi s CASS 6.3.6AR(2)).

FMLC zagovara kodifikaciju intermedijerove obveze evidentirati prava imatelja računa. *De lege ferenda* intermedijer treba biti zakonom obvezan upisati prava klijenta glede vrijednosnih papira na račun koji u svojim evidencijama vodi za tog klijenta (načelo FMLC 2(c)(ii)). Po mišljenju *FMLC*, pripisom na račun vrijednosnih papira, koji intermedijer provede ispunjavajući tu svoju obvezu, klijent ne stječe svoje pravo već pribavlja dokaz o stečenom pravu.[963]

---

[958] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.270
[959] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 34.
[960] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 2. st. 1. t. (a) MiFID Delegirane Direktive.
[961] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 2. st. 1. t. (b) MiFID Delegirane Direktive.
[962] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 2. st. 1. t. (c) MiFID Delegirane Direktive. Obveza vrijedi za neposredne karike skrbničkog lanca, ne i za lanac kao cjelinu. O nedostacima takve obveze i praktičnim teškoćama skopčanim s protezanjem obveze na cijeli lanac v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.17, 6.87 – 6.90. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 27. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 13.
[963] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 14, 21. Neovisno o tome što pripis na račun *FMLC* smatra temeljem vlasništva (engl. *root of title*) vrijednosnih papira držanih posredstvom intermedijera, priznaje mu (samo) deklaratorni učinak.

Intermedijeru englesko pravo ne dopušta da prihode od vrijednosnih papira, koje drži za imatelje računa, zadrži, prisvoji ili iskoristi za svoje potrebe. Kao i za te vrijednosne papire, i o tim prihodima intermedijer je obvezan imateljima računa položiti račun (engl. *duty to account*). Riječ je o fiducijarnoj obvezi intermedijera kao povjerenika.[964] Neovisno o tome, intermedijer se u pravilu ugovorom obvezuje primati uplate i provoditi isplate novčanih plodova imovinskih prava iz vrijednosnih papira, poput dividende i kamata.[965] *FMLC* zagovara kodifikaciju i te intermedijerove obveze. *De lege ferenda* intermedijer treba biti zakonom obvezan klijentu proslijediti sav prihod koji je naplatio i ostale koristi koje je ostvario u svezi s vrijednosnim papirima koje klijent drži posredstvom njega (FMLC načelo 2(c)(i) r. 1.).

Intermedijera englesko pravo ne obvezuje na ostvarivanje prava glasa iz vrijednosnih papira koje drži za imatelje računa. Ta obveza nužno ne proizlazi ni iz ugovora sklopljenog s imateljem računa.[966] Neovisno obvezuje li intermedijera, takav ugovor redovito se dotiče ostvarivanja prava glasa.[967] Intermedijer koji se imatelju računa nije ugovorom obvezao ostvarivati pravo glasa iz vrijednosnih papira koje drži za njega obvezan je omogućiti mu da sam (osobno ili putem punomoćnika) ostvaruje to pravo ako takvu obvezu nije izrijekom otklonio ugovorom.[968] Intermedijer koji se obvezao ostvarivati pravo glasa iz vrijednosnih papira koje drži za imatelja računa obvezan je slijediti upute koje mu je taj imatelj računa dao u tu svrhu. Obveza slijediti upute za glasovanje fiducijarna je obveza intermedijera kao povjerenika.[969] Ugovor kojim je intermedijer preuzeo takvu obvezu redovito sadrži postupak

[964] McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 41. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.39; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 34. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 280., 324. Valja napomenuti da ni *McFarlane* i *Stevens* ni *Benjamin* ni *Liang* tu obvezu izrijekom ne nazivaju fiducijarnom, iako predviđaju striktnu odgovornost za njezino neispunjenje (*McFarlane* i *Stevens*), odnosno navode da je riječ o obvezi povjerenika (*Benjamin*, *Liang*, *Micheler*).

[965] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.196; Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 405.

[966] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.196; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.79; Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 207., 216.

[967] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.77(2), 6.79; Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 405.

[968] Ne poduzimanje tih radnji predstavljalo bi povredu povjerenstva jer bi intermedijer time klijentu uskraćivao dio koristi koje za njega drži u povjerenstvu. O tome v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.78. O intermedijerovom davanju punomoći za ostvarivanje prava glasa v. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-16. O mogućnosti ugovornog ograničenja v. Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5.

[969] Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 197., 207. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.39; Valja napomenuti da ni *Payne* ni *Benjamin* tu obvezu izrijekom ne nazivaju fiducijarnom. Da obvezu koju opisuje kao „polazišnu točku u povjereničkom odnosu" *Payne* smatra fiducijarnom proizlazi iz toga što – raspravljajući o njezinom učinku – spominje mogućnost ugovornog ograničenja fiducijarnih obveza. Kao i obvezu položiti račun, *Benjamin* tu obvezu smatra obvezom povjerenika. O obvezi člana CREST-a ostvarivati pravo glasa po uputi ulagatelja v. i Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 262. Za opće pravilo engleskog prava po kojem

ishođenja uputa za glasovanje i ostvarivanja prava glasa sukladno primljenim uputama.[970] Obveza slijediti upute za glasovanje nije apsolutna pa se ugovorom može isključiti, ograničiti i uvjetovati.[971] Englesko pravo intermedijera ne obvezuje da ishodi uputu za glasovanje.[972] Uputu koju je primio, intermedijer koji nije najviša karika skrbničkog lanca obvezan je proslijediti svom intermedijeru.[973] Po mišljenju *FMLC*, intermedijer treba *de lege ferenda* biti zakonom obvezan ostvarivati pravo glasa iz vrijednosnih papira u skladu s uputama klijenta (FMLC načelo 2(c)(i) r. 2.). Ako mu klijent ne bi dao uputu, intermedijer ne bi trebao biti obvezan ostvarivati pravo glasa.[974] Osim toga, intermedijer ne bi trebao imati obvezu držati vrijednosne papire na način koji mu omogućuje ostvarivanje prava glasa ako mu imatelj računa ne bi dao takvu uputu.[975] Po mišljenju *Law Commission*, svi intermedijeri u lancu trebaju *de lege ferenda* biti obvezni ulagatelju omogućiti ostvarivanje prava glasa i takve se obveze intermedijeri ne smiju moći osloboditi ugovorom.[976]

Englesko pravo obvezuje intermedijera izvršavati naloge imatelja računa.[977] Riječ je o fiducijarnoj obvezi intermedijera kao povjerenika. Suočen s takvom obvezom, intermedijer nerijetko inzistira na ugovornom ovlaštenju imatelja računa izvršiti nalog za koji ne zna da je dan prijevarno ili kršeći nalogodavčeve obveze prema trećoj osobi.[978] Po mišljenju *FMLC*, intermedijera treba zakonom obvezati na izvršavanje naloga svog klijenta ili njegovog ovlaštenog zastupnika koji se odnose na prava glede vrijednosnih papira i/ili vrijednosne papire koje taj klijent drži posredstvom intermedijera (FMLC načelo 2(e) r. 1.). *De lege ferenda*, uvjet važenja obveze treba biti aktivna legitimacija nalogodavca. Budući da ne potječe ni od klijenta ni od njegovog ovlaštenog zastupnika, krivotvoreni nalog ne proizvodi pravne učinke pa ga

povjerenik, ne samo što nije obvezan već ni, ne smije postupati po uputama korisnika ako bi time išao kontra vlastitog uvjerenja odnosno prosudbe v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.40.

[970] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.79

[971] LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.42 – 3.43

[972] Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 199., 216.

[973] Payne, Jennifer, *op.cit*. (bilj. 23), str. 197.

[974] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 22. Izostanak takve obveze *FMLC* objašnjava potencijalnom nemogućnosti intermedijera da na različit način ostvari pravo glasa iz vrijednosnih papira koji čine zbirni portfelj.

[975] Riječ je o slučaju kad mjerodavno pravo intermedijeru ne bi omogućavalo različito ostvarivanje prava glasa iz vrijednosnih papira koji čine zbirni portfelj.

[976] LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.85, 3.88, 3.90

[977] S druge strane, intermedijeru englesko pravo ne dopušta ostvarivanje prava iz vrijednosnih papira ni bilo kakvo drugačije postupanje s (engl. *otherwise deal with*) vrijednosnim papirima ako mu klijent nije dao nalog. O tome v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.39.

[978] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.68; Intermedijer se treba moći pouzdati da su tehnički valjani nalozi u redu i ne treba biti obvezan nadzirati nalogodavca. To posebno vrijedi kad naloge ne daje klijent, već netko za njegov račun (*e.g.* upravitelj portfelja ili fonda)

intermedijer nije ni ovlašten ni obvezan izvršiti.[979] Ako ga izvrši, odgovara klijentu za štetu koju mu je time uzrokovao.[980] Od odgovornosti ga, po mišljenju *Law Commission*, ne može osloboditi ni iskreno uvjerenje da nalog potječe od ovlaštene osobe.[981] Po mišljenju *FMLC*, pošteni intermedijer treba se *de lege ferenda* moći pouzdati u naloge svog klijenta ili njegovih ovlaštenih zastupnika čak i ako je obaviješten o pravima treće osobe (FMLC načelo 2(e) r. 2.).[982] Zakonsko uporište za izvršenje naloga potrebno je kako takav intermedijer, koji bi imao obavijest o pravima treće osobe, ne bi odgovarao kao „presumirani povjerenik" (engl. *constructive trustee*) u slučaju postupanja s imovinom na kojoj treća osoba ima stvarno pravo.[983] Uvjetujući zaštitu poštenjem uspostavlja se ravnoteža između interesa intermedijerovih klijenata za zaštitom njihove imovine i interesa trećih osoba koje u dobroj vjeri stupaju u odnos s intermedijerom.[984] *De lege ferenda*, prava treće osobe intermedijera trebaju obvezivati samo kad su upisana na klijentovom računu. Po mišljenju *FMLC*, na obavijest o neupisanim pravima treće osobe intermedijer se ne treba obazirati ako mu to nije naložio sud (FMLC načelo 7(b)).

Intermedijera englesko pravo obvezuje na sudjelovanje u prisilnom ostvarenju prava iz vrijednosnih papira. Ako izdavatelj propusti dobrovoljno ispuniti svoje obveze iz vrijednosnih papira, intermedijer je obvezan poduzeti radnje koje su potrebne za prisilno ostvarenje prava iz vrijednosnih papira u skladu sa svojim fiducijarnim obvezama i odredbama ugovora o računu.[985] To može značiti podnošenje tužbe protiv izdavatelja ili prijavu tražbine u stečajnu masu izdavatelja. Ako vrijednosne papire ne drži neposredno, radnje koje je obvezan poduzeti intermedijer može usmjeriti samo prema intermedijeru na višoj razini.

[979] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.295; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 22.
[980] Izvršivši krivotvoreni nalog intermedijer bi prekršio povjerenstvo, zbog čega bi bio osobno odgovoran restituirati stanje računa kakvo je bilo prije kršenja ako takvu odgovornost nije isključio ugovorom o računu. O takvom stavu suda u predmetu Clough v Bond (1838) 3 M&C 490, v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.294.
[981] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.295
[982] U judikaturi (*Barlow Clowes v Eurotrust International Ltd* [2005] UKPC 37) postoji stajalište da se poštenje intermedijera prosuđuje po objektivnom kriteriju uzimajući u obzir presumirano shvaćanje razumne i poštene osobe. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.293.
[983] FMLC, Property Instruments, *op.cit.* (bilj. 127), str. 12. O takvom stavu suda u predmetu Soar v Ashwell [1893] 2 QB 390, v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.292.
[984] FMLC, Property Instruments, *op.cit.* (bilj. 127), str. 22.
[985] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.198; Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-037; O mogućnosti ugovornog isključenja ili ograničenja te obveze v. Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 12. *et seq*. Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 5.

5.1.2 Odgovornost

Odgovornost intermedijera za štetu uzrokovanu neispunjenjem obveze u engleskom pravu ovisi o pravnoj osnovi neispunjene obveze.

Ako obveza potječe iz ugovora intermedijer odgovara po načelu krivnje.[986] Za štetu koju je uzrokovao (običnom ili grubom) nepažnjom intermedijer može ugovoriti isključenje ili ograničenje svoje odgovornosti.[987] Takva mogućnost ne postoji ako je štetu intermedijer uzrokovao prijevarno ili namjerno.[988]

Ako je riječ o fiducijarnoj obvezi intermedijer odgovara po načelu kauzaliteta.[989] To što je odgovornost za štetu objektivna ne znači da je intermedijer ne može isključiti ili ograničiti ugovorom.[990] Kao ni kod subjektivne odgovornosti za štetu uzrokovanu neispunjenjem ugovorne obveze, takva mogućnost ne postoji ako je štetu intermedijer uzrokovao prijevarno ili namjerno.[991]

Odgovornost po načelu kauzaliteta vrijedi i kad je riječ o propisanim obvezama. U tom slučaju, intermedijer svoju odgovornost ne može ni isključiti ni ograničiti ugovorom (COBS 2.1.2R).

Ovisnost o pravnoj osnovi neispunjene obveze ostavlja traga i na odgovornosti intermedijera za radnje i propuste intermedijera na višoj razini. Razlike u poimanju pravne osnove (*e.g.* je li obveza fiducijarna) i, posljedično, odgovornosti za neispunjenje (*e.g.* odgovara li intermedijer, zbog toga što je obveza fiducijarna, objektivno za njezino neispunjenje) uzrok su razilaženja u shvaćanjima glede utjecaja neispunjenja obveze od strane više karike skrbničkog lanca na odgovornost niže karike tog lanca za ispunjenje istovjetne obveze.[992]

---

[986] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.31; Osim činjenice da je pretrpio štetu, klijent treba - po njezinom mišljenju - dokazati da je intermedijer prekršio svoje obveze i da je kršenje uzrokovalo štetu ili intermedijerovo stjecanje bez osnove. O odgovornosti skrbnika za svoju nepažnju v. i Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 29.

[987] Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 30. Takvu mogućnost skrbnici obično ne koriste, oni prihvaćaju odgovornost za štetu koju su skrivili. O tome v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.8; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.50.

[988] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.8, 6.10

[989] LV, Fiduciary Duties, *op.cit*. (bilj. 920), Rd. 3.31; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 41.

[990] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 25

[991] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.32 – 6.33

[992] Za različita shvaćanja po pitanju odgovornosti intermedijera za neskrivljeni manjak u zbirnom portfelju v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.29; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.40 – 6.41, 6.74, 6.80; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 41. Za razliku od *Benjamin*, koja odgovornost intermedijera uvjetuje njegovom krivnjom, *McFarlane* i *Stevens* smatraju da intermedijer odgovara objektivno, neovisno o krivnji. Po mišljenju *Law Commission*, intermedijer odgovara samo za manjak koji je uzrokovao, zbog čega nema obvezu ukloniti manjak koji je nastao na višoj kariki skrbničkog lanca. Iznimno, intermedijer odgovara za radnje i propuste intermedijera na višoj razini kao za svoje ako ga kontrolira (CASS 6.2.4.R).

Kad odgovara po načelu krivnje, intermedijer načelno nije odgovoran za štetu ako svoju obvezu nije ispunio zbog toga što mu njegov intermedijer nije ispunio jednaku takvu obvezu. Uvjet za intermedijerovu neodgovornost primjena je dužne pozornosti prilikom izbora intermedijera na višoj razini (*culpa in eligendo*) i nadzora njegovog poslovanja (*culpa in inspiciendo*).[993] Ako pritom nije bio pažljiv, snosi odgovornost za radnje i propuste intermedijera na višoj razini kao da su njegovi. Od intermedijera se očekuje postupanje s pozornošću koja je razumna u danim okolnostima, osobito uzimajući u obzir posebno znanje i iskustvo koje intermedijer ima ili prikazuje da ima te – budući da nastupa kao povjerenik u okviru djelatnosti ili profesije – posebno znanje i iskustvo koje se razumno može očekivati od osobe koja obavlja tu djelatnost ili profesiju (čl. 1. Trustee Act 2000).[994] Budući da bira i nadzire samo neposrednog intermedijera, odgovornost ulagateljevog intermedijera ne proteže se na više karike skrbničkog lanca.[995]

Kad odgovara po načelu kauzaliteta, intermedijer se ne može osloboditi odgovornosti dokazujući da nije kriv za neispunjenje jer svoju obvezu nije mogao ispuniti zbog toga što mu intermedijer na višoj razini nije ispunio jednaku takvu obvezu.

5.2 Njemačko i austrijsko pravo

5.2.1 Obveze

Skrbnici su i u njemačkom i u austrijskom pravu obvezni u prvom redu skrbiti (njem. *aufbewahren*; *in Obsorge nehmen*) o vrijednosnim papirima primljenim na zbirnu pohranu (čl. 688. BGB; čl. 957. ABGB).[996] Skrb o vrijednosnim papirima odgleda se ponajviše kroz očuvanje zbirnog portfelja u punom sastavu i slobodnog od tereta.

Ni njemačko ni austrijsko pravo skrbnicima načelno ne dopušta smanjenje zbirnog portfelja (čl. 6. st. 3. r. 2. dDepotG; čl. 6. st. 3. r. 2. öDepotG). Kršeći takvu zabranu njemački skrbnici se izvrgavaju i kaznenoj odgovornosti (čl. 34. st. 1. t. 2. dDepotG). Smanjiti zbirni portfelj oni smiju samo ispunjavajući svoju obvezu isporuke vrijednosnih papira deponentima na njihov zahtjev. Manjak u zbirnom portfelju i njemačko i austrijsko pravo svaljuje u prvom

[993] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.59; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.35; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.22; Micheler, Eva, Custody chains, *op.cit*. (bilj. 5), str. 30. – 31. Sukladno odredbi čl. 23. st. 1. Trustee Act 2000, povjerenik ne odgovara za radnju i povredu agenta, predstavnika (engl. *nominee*) ili skrbnika osim ako nije postupao u skladu s obvezom dužne pozornosti koja se na njega primjenjuje prilikom stupanja u odnos s tom osobom kao agentom, predstavnikom ili skrbnikom ili prilikom ispunjenja svojih obveza (nadzora agenta, predstavnika ili skrbnika) iz čl. 22. tog zakona.

[994] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.264 – 1.265; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 6.29

[995] LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.82 *et seq*. *Micheler* zagovara strožu odgovornost intermedijera kad je klijent tzv. „mali ulagatelj".

[996] Za njemačko pravo v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.9; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 122.

redu na skrbnika (čl. 7. st. 2. r. 2. dDepotG; čl. 6. st. 1. r. 3. öDepotG).[997] Ne uspije li dokazati da su uzrok manjka okolnosti za koje ne snosi odgovornost, skrbnik je u oba prava obvezan manjak ukloniti tako da pribavi ekvivalentne vrijednosne papire onima koji manjkaju (čl. 249. BGB).[998] Ako ga stečaj onemogući da ispuni tu svoju obvezu, skrbnik odgovara ulagateljima za štetu koju im je uzrokovao.[999] Odštetni zahtjev ulagatelj ostvaruje kao stečajni vjerovnik.

Ni njemačko ni austrijsko pravo skrbnicima ne dopušta samovoljno raspolaganje zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima. Založiti takve vrijednosne papire (čl. 12 – 12a dDepotG; čl. 10. öDepotG, čl. 32. st. 1. WAG 2007), prisvojiti ih ili prenijeti vlasništvo takvih vrijednosnih papira (čl. 13. dDepotG; čl. 8. öDepotG, čl. 32. st. 1. WAG 2007) skrbnik u oba prava smije samo temeljem ovlaštenja deponenta.[1000] Neovlašteno raspolaganje može biti kažnjivo (246. StGB (*Unterschlagung*), čl. 266. StGB (*Untreue*), čl. 34. dDepotG (*Depotunterschlagung*))[1001] i rezultirati odgovornošću skrbnika za štetu (čl. 12a st. 2. dDepotG).[1002] Osnova takvog ovlaštenja je deponentova suglasnost (čl. 185. st. 1. BGB).[1003] I u njemačkom i u austrijskom pravu ovlaštenje za zalaganje odnosno prisvajanje zbirno pohranjenih vrijednosnih papira podliježe formalnim zahtjevima, pretpostavkama i ograničenjima, koje deponent i skrbnik ne mogu ukloniti ni zaobići ugovorom.[1004] Propisane formalnosti odnose se na način davanja ovlaštenja. U većini slučajeva deponent ga može dati samo izrijekom, u pisanom obliku i to za svaki pojedini ugovor o pohrani, što znači da ovlaštenje ne može biti sadržano u općim uvjetima poslovanja skrbnika i da ne može upućivati na druge isprave (čl. 12. st. 1. r. 2, čl. 12a st. 1. r. 1., čl. 13. st. 1. r. 1. dDepotG; čl. 10. st. 2. öDepotG, čl. 32. st. 1. WAG 2007).[1005] Zalaganje vrijednosnih papira u korist skrbnika ne

[997] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 4. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/140.
[998] Teret dokaza je na skrbniku. O tome u njemačkom pravu v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 5; u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/39. Za skrbnikovu obvezu pribavljanja uzmanjkalih vrijednosnih papira u austrijskom pravu v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-15.
[999] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/140
[1000] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 19 – 20; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.22 – 18.23; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 161. – 162. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/85, 4/89.
[1001] U hrvatskom pravu najsličnija kaznena djela ovima su pronevjera (čl. 233. KZ) i zlouporaba povjerenja u gospodarskom poslovanju (čl. 246. KZ).
[1002] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 29, § 12a Rd. 20 - 21, § 13 Rd. 26; Neovlašteno nije samo raspolaganje bez odgovarajućeg ovlaštenja već i kršeći zakonom propisane pretpostavke.
[1003] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 4, § 12a Rd. 6, § 13 Rd. 20
[1004] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 3; § 12a Rd. 4; Nema zapreke za ugovorno sužavanje ovlaštenja. Ovlaštenja iz čl. 12. dDepotG mogu se proširiti do granica neograničenog zalaganja, pod uvjetom uvažavanja formalnih zahtjeva. Ovlaštenje iz čl. 12a dDepotG ne može se proširiti.
[1005] Očitovanje namijenjeno davanju ovlaštenja koje ne bi ispunjavalo formalne zahtjeve ne bi proizvodilo željene pravne učinke. O tome v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 13 Rd. 14. U njemačkom pravu formalni zahtjevi ne vrijede kod tzv. ograničenog zalaganja (čl. 12. st. 3. dDepotG). Kod ovlaštenja za zalaganje iz čl. 12a

implicira davanje skrbniku ovlaštenja za njihovo (daljnje) zalaganje.[1006] Neovisno što je založni vjerovnik, skrbnik koji založene mu vrijednosne papire želi podzaložiti treba od deponenta prethodno ishoditi odgovarajuće ovlaštenje. Ovlaštenje za zalaganje i njemačko i austrijsko pravo ograničava s obzirom na identitet založnog vjerovnika. Skrbnika deponent ne može ovlastiti da vrijednosne papire založi u korist osobe koja ne spada u krug izrijekom propisanih. U njemačkom pravu založni vjerovnik može biti samo skrbnik (čl. 12. dDepotG) odnosno burza, njezin upravitelj ili pravna osoba kojom se burza koristi za namiru transakcija (čl. 12a dDepotG), dok u austrijskom pravu to može biti samo kreditna institucija. Osim s obzirom na identitet založnog vjerovnika, ograničenje ovlaštenja za zalaganje i u njemačkom i u austrijskom pravu postoji s obzirom na vrstu i visinu osigurane tražbine. Na povjerenim mu vrijednosnim papirima podskrbnik može steći založno pravo ili pravo zadržanja samo radi osiguranja tražbina koje su nastale u svezi s tim vrijednosnim papirima (tzv. koneksne tražbine) ili koje su u pojedinom ugovoru o osiguranju odredili skrbnik i podskrbnik (čl. 4. st. 1. r. 2. dDepotG; čl. 10. st. 6. WpDVerOV; čl. 9. st. 2. r. 2. öDepotG).[1007] Ugovorom o osiguranju sklopljenim s podskrbnikom skrbnik smije odrediti samo onu tražbinu na koju se odnosi ovlaštenje za zalaganje koje mu je dao deponent. Ovlastiti skrbnika za zalaganje deponent u austrijskom pravu smije samo radi osiguranja tražbine na otplatu kredita koji je skrbnik uzeo kod podskrbnika kako bi namaknuo sredstva za kredit koji je odobrio deponentu.[1008] Pretpostavka za zalaganje postojanje je ugovora o kreditu, koji u trenutku realizacije ovlaštenja treba biti odobren ali ne nužno i (is)korišten.[1009] Osim što ne može biti druge vrste, osigurana tražbina u austrijskom pravu ne smije premašiti visinu kredita odobrenog konkretnom deponentu (čl. 10. st. 1. öDepotG).[1010] Davanje takvog ovlaštenja za tzv. ograničeno zalaganje

dDepotG oni načelno vrijede ali u manjoj mjeri. Osim što takvo ovlaštenje deponent može dati unaprijed za neodređeni broj zalaganja te vrste (čl. 12a st. 1. r. 3. dDepotG), nema zapreke da ga skrbnik uglavi u svojim općim uvjetima poslovanja. Zaštitu koju pružaju formalni zahtjevi njemačko pravo uskraćuje deponentima koji su trgovci (čl. 16. dDepotG). Konkludentno ovlaštenje za zalaganje, koje bi se izvodilo iz zakonskog ovlaštenja skrbnika da vrijednosne papire povjeri podskrbniku (čl. 3. st. 1. öDepotG), austrijsko pravo dopušta samo u dva slučaja: 1) kad su predmet osiguranja tzv. koneksne tražbine; i 2) kad se vrijednosni papiri nađu kod podskrbnika na inicijativu deponenta. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/85.

[1006] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 6

[1007] Koristeći se ovlaštenjem za redovito zalaganje, skrbnik može - osim tražbine na otplatu kredita - osigurati i tražbine povezane sa založenim vrijednosnim papirima, poput skrbničke naknade. O tome v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 16. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/83.

[1008] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/86

[1009] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/87; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-8. Tako i u njemačkom pravu. O tome v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 8 – 9; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 19.

[1010] Tražbinu s naslova odobrenog kredita ne može nadomjestiti tražbina s naslova kupovne cijene, provizije i naknade troškova, koja proizlazi iz pribavljanja drugih vrijednosnih papira. Po mišljenju *Ire* (Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/87), zaštitna svrha öDepotG zahtijeva restriktivno tumačenje zakonskog teksta zbog čega se pojam

(njem. *beschränkte Verpfändung*) deponentu izrijekom dopušta i njemačko pravo (čl. 12. st. 3. dDepotG). U njemačkom pravu, koje je po tom pitanju manje restriktivno od austrijskog, deponent skrbnika smije ovlastiti za zalaganje radi osiguranja tražbine druge vrste i/ili većeg iznosa. Osim iz ugovora o kreditu, osigurana tražbina može potjecati iz burzovne transakcije s vrijednosnim papirima ili izvedenicama (čl. 12a dDepotG). Pretpostavka za zalaganje je tražbina skrbnika prema deponentu iz ugovora koji je sadržajno jednak onom koji je skrbnik sklopio sa založnim vjerovnikom.[1011] Skrbnik pritom ne smije založiti vrijednosne papire veće vrijednosti od iznosa svoje tražbine prema deponentu, osim ako prekoračenje nije neprimjereno (čl. 12a st. 1. r. 2. dDepotG).[1012] Deponentu njemačko pravo izrijekom dopušta da skrbnika ovlasti i za tzv. redovito zalaganje (njem. *regelmäßige Verpfändung*) radi osiguranja tražbine na otplatu kredita uzetog kod podskrbnika visina koje ne prelazi ukupan iznos kredita odobrenih svim deponentima (čl. 12. st. 2. dDepotG).[1013] Iako vrijednost deponentovih vrijednosnih papira koje skrbnik – koristeći se deponentovim ovlaštenjem – smije redovito založiti nije ograničena visinom kredita odobrenog tom deponentu, ne smije je – pod prijetnjom skrbnikove kaznene odgovornosti (čl. 266. StGB) i odgovornosti za štetu – neprimjereno prekoračiti (čl. 12. st. 2. r. 3. dDepotG).[1014] Štoviše, skrbnik se u njemačkom pravu može domoći i ovlaštenja za tzv. neograničeno zalaganje (njem. *unbeschränkte Verpfändung*) radi osiguranja tražbine bilo koje vrste (*i.e.* ne nužno tražbine na otplatu kredita koji je skrbnik uzeo kod podskrbnika kako bi mogao odobriti kredit deponentu odnosno deponentima) i bio koje visine (*i.e*. koja može premašivati visinu kredita odobrenog deponentu odnosno deponentima) (čl. 12. st. 4. dDepotG). Zbog dalekosežnih pravnih posljedica za deponente, ovlaštenje za neograničeno zalaganje i ovlaštenje za prisvajanje u njemačkom pravu podliježu dodatnim zahtjevima koji se tiču

„kredit" iz čl. 10. öDepotG ne može tumačiti ekstenzivno tako da se njime obuhvate sve nedospjele obveze. *Contra* Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-8. *Kammel*, *Jergitsch*, *Palla*, *Jöllinger* zagovaraju ekstenzivno tumačenje zakonskog teksta s ciljem obuhvaćanja svih nedospjelih tražbina s naslova ugovora o pohrani, poput onih s naslova naknade troškova ili provizije.

[1011] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 7 – 8; § 12a Rd. 16; *Walz* i *Frey* smatraju da su ugovori između deponenta i skrbnika, s jedne strane, i između skrbnika i založnog vjerovnika, s druge strane sadržajno jednaki u smislu čl. 12a dDepotG kad su ekonomski povezani tako da je ugovor koji je skrbnik sklopio na burzi provedbeni posao (njem. *Ausführungsgeschäft*) ugovora koji je sklopio s deponentom, što je najočitije kad između deponenta i skrbnika postoji komisijski odnos. *Cf.* Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 21

[1012] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12a Rd. 17. Granice primjerenosti procjenjuju se imajući u vidu legitimnu potrebu založnog vjerovnika za osiguranjem. Nije neprimjereno uzeti u obzir moguće promjene troškova poravnanja uključenih obveza na isporuku kao ni diskont za uobičajenu promjenu cijene založenih vrijednosnih papira.

[1013] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 14; § 12a Rd. 14; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 20; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.23

[1014] Skrbnik je pod prijetnjom kaznene odgovornosti obvezan kontinuirano pratiti primjerenost jer se namjerno zanemarivanje ograničenja zalaganja može sankcionirati kao zlouporaba povjerenja u gospodarskom poslovanju. Iako ne može lišiti učinka ovlaštenje za zalaganje, takvo postupanje može dati povoda za odgovornost skrbnika za štetu koju pretrpi deponent.

sadržaja. Do izražaja treba doći mogućnost skrbnika da založno pravo zasnuje radi osiguranja svih svojih obveza ne obazirući se na visinu kredita odobrenog deponentu (čl. 12. st. 4. r. 1. dDepotG) odnosno deponentov gubitak vlasništva vrijednosnih papira, koje realizacijom ovlaštenja za prisvajanje prelazi na skrbnika ili treću osobu, umjesto kojeg stječe obveznopravni zahtjev za isporuku ekvivalentnih vrijednosnih papira (čl. 13. r. 2. dDepotG). Realizacijom ovlaštenja za prisvajanje prestaje obveza skrbiti o prisvojenim odnosno prenesenim vrijednosnim papirima jer između vlastodavca i ovlaštenika nema više skrbničkog odnosa, na mjesto kojeg je stupio dužničkovjerovnički odnos (čl. 13. st. 2. dDepotG).[1015]

Obveza skrbiti o vrijednosnim papirima prestaje kad ih skrbnik isporuči deponentu na njegov zahtjev. I njemačko i austrijsko pravo skrbnika obvezuje na isporuku vrijednosnih papira srazmjerno deponentovom udjelu u zbirnom portfelju. Obveza skrbnika naličje je zakonskog ovlaštenja deponenta zahtijevati takvu isporuku (čl. 7. st. 1. r. 1. dDepotG; čl. 6. st. 1. r. 1. öDepotG).[1016] Deponenta zakon oboružava obveznopravnim zahtjevom za isporuku (njem. *schuldrechtliche Herausgabeanspruch*) vrijednosnih papira, koji počiva na valjanom ugovoru o depozitu.[1017] Takav zahtjev sljeduje ga kao stranu tog ugovora neovisno je li ujedno suvlasnik vrijednosnih papira odnosno nositelj stvarnog prava na vrijednosnim papirima.[1018] Adresat zahtjeva je skrbnik, kao druga strana tog ugovora. Dok traje ugovor deponent takav zahtjev ne može preusmjeriti na podskrbnika kojem je skrbnik prepustio vrijednosne papire na pohranu.[1019] Nemogućnost je posljedica obveznopravne naravi zahtjeva, zbog koje ga ne može

[1015] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 13 Rd. 23; Riječ je o dužničkovjerovničkom odnosu kakav nastaje kod nepravilne pohrane (njem. *unregelmäßige Verwahrung*) sukladno odredbi čl. 700. BGB.

[1016] Zakonske odredbe u njemačkom i austrijskom pravu razlikuju se samo po tome što su sročene iz različite perspektive. Dok njemačko pravo omogućuje deponentu da zahtijeva isporuku vrijednosnih papira iz zbirnog portfelja nominalni iznos odnosno, ako je riječ o vrijednosnim papirima bez nominalnog iznosa, količina kojih odgovara nominalnom iznosu, odnosno količini vrijednosnih papira koji su za njega primljeni na pohranu, austrijsko pravo obvezuje skrbnika da deponentu na njegov zahtjev isporuči vrijednosne papire koji odgovaraju njegovom udjelu u zbirnom portfelju. Dok njemačko pravo deponentu daje mogućnost, austrijsko pravo skrbniku nameće obvezu.

[1017] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 1; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 86; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 127. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 76. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 174. – 175. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 45. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/38; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-14. U austrijskoj pravnoj književnosti navodi se da je riječ je o obveznopravnom zahtjevu za povratnu predaju (njem. *Rückgabeanspruch*) iz ugovora o depozitu.

[1018] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 2; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 86.

[1019] Za nemogućnost usmjeravanja takvog zahtjeva prema podskrbniku v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 2; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 129. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 77. *et seq*. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 45. *et seq*. O mogućnosti preusmjeravanja zahtjeva nakon prestanka važenja ugovora odnosno po okončanju skrbničkog odnosa s (među)skrbnikom v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 7; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.55; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 179. *Löber* pritom upozorava na teškoće s legitimiranjem deponenta pred podskrbnikom, koje dovode u pitanje stvarnu vrijednost tog zahtjeva u

ostvariti od nekog tko nije strana ugovora temeljem kojeg je nastao.[1020] Deponent sklapa ugovor o depozitu sa skrbnikom, koji pak sklapa takav ugovor s podskrbnikom. Riječ je o dva pravno samostalna, neovisna ugovora.[1021] Ugovor skrbnika s podskrbnikom nije *pactum in favore tertii* (njem. *Vertrag zugunsten Dritter*) u smislu čl. 328. BGB, temeljem kojeg bi treći mogao steći obveznopravni zahtjev prema jednoj njegovoj strani.[1022] Takav zahtjev prema podskrbniku istaknuti može, odnosno – ako ga je prema njemu istaknuo deponent – mora samo (među)skrbnik.[1023]

Ni njemačko ni austrijsko pravo skrbnika ne obvezuje deponentu vratiti upravo one vrijednosne papire koje je taj deponent položio na zbirnu pohranu. Deponentu zakon izrijekom uskraćuje mogućnost zahtijevati njihovo vraćanje (čl. 7. st. 1. r. 2. dDepotG; čl. 6. st. 1. r. 1. öDepotG). Predmet zakonom zajamčenog obveznopravnog zahtjeva za isporuku ekvivalentni su vrijednosni papiri onima koje je deponent položio na zbirnu pohranu. Zahtjev za vraćanje upravo onih vrijednosnih papira koje je deponent položio na pohranu skrbnik – čak i kad bi htio – ne bi mogao ispuniti. Razlog tome miješanje je vrijednosnih papira u zbirnom portfelju, nakon kojeg se ne mogu razlikovati s obzirom na osobu koja ih je položila na pohranu. Nakon što se pomiješaju s ekvivalentnim vrijednosnim papirima koje su na pohranu položili ostali deponenti, ne može ih se identificirati da bi ih se moglo vratiti. Da bi ga se uopće moglo ispuniti, zahtjev glasi na pripadajuću količinu vrijednosnih papira iste vrste.[1024]

Njemačko pravo ne uvjetuje isporuku pripadajuće količine vrijednosnih papira iz zbirnog portfelja svakom pojedinom deponentu kao ni zadržavanje količine vrijednosnih papira koja pripada samom zbirnom skrbniku suglasnošću ostalih sudionika (čl. 6. st. 3. st. 1. dDepotG).

Obveza isporuke vrijednosnih papira srazmjerno se smanjuje u slučaju manjka u zbirnom portfelju. Skrbnika njemačko i austrijsko pravo ovlašćuje odnosno obvezuje uskratiti

praksi. Po mišljenju *Bauera*, deponent se prema podskrbniku može legitimirati potvrdom koju mu je izdao (među)skrbnik. Za mogućnost usmjeravanja takvog zahtjeva i prema podskrbniku v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 76.

[1020] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 6; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 175.

[1021] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 6; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 2; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 12 - 13. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/60.

[1022] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 6; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 13. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/58. Razlog za to *Iro* pronalazi u nesklonosti banaka upetljati se u odnose drugih banaka, s kojima su u obveznopravnom odnosu, i njihovih klijenata, s kojima nisu ni u kakvom odnosu. Na takav zaključak navodi i odredba čl. 6. st. 4. öDepotG.

[1023] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 86; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 46. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/42, 4/60.

[1024] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 3; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 86; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 44. Sličnu tezu iz perspektive austrijskog prava zastupa i *Iro*, v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/38.

isporuku u mjeri u kojoj se, zbog gubitka u zbirnom portfelju, smanjila količina koja otpada na deponenta sukladno čl. 6. dDepotG (čl. 7. st. 2. r. 1. dDepotG; čl. 6. st. 1. r. 2. öDepotG).[1025] Ako isporuku u smanjenom obujmu ne bi mogao u potpunosti provesti, jer preostala količina ne bi bila višekratnik broja vrijednosnih papira koji bi se trebali nalaziti u zbirnom portfelju, skrbnik bi – po mišljenju *Ire* – neisporučiv dio vrijednosnih papira trebao unovčiti primjenjujući odredbe o prodaji zaloga (čl. 466a i 466e ABGB) i srazmjerno razdijeliti utržak.[1026] Zbog toga što je u većini slučajeva ne bi bilo moguće ispuniti, obveza isporuke vrijednosnih papira ne postoji kad je o vrijednosnim papirima izdana trajna zbirna isprava. I njemačko i austrijsko pravo deponentu izrijekom uskraćuje mogućnost zahtijevati takvu isporuku (čl. 9a st. 3. r. 2. dDepotG; čl. 6. st. 2. r. 2. öDepotG).[1027] Umjesto isporuke vrijednosnih papira, skrbnik je na deponentov zahtjev obvezan prenijeti suvlasničke dijelove zbirne isprave na deponentov račun vrijednosnih papira kod drugog skrbnika.[1028]

Osim deponentu, skrbnik je i u njemačkom i u austrijskom pravu obvezan pohranjene vrijednosne papire isporučiti nositelju stvarnog prava na zbirnom portfelju na njegov zahtjev. Obveza skrbnika odraz je zakonskog ovlaštenja *inter alios* suvlasnika zbirnog portfelja zahtijevati takvu isporuku (čl. 8. dDepotG; čl. 5. st. 2. öDepotG).[1029] Za razliku od zahtjeva deponenta, koji je obveznopravne naravi, riječ je o – po mišljenju većeg dijela doktrine - stvarnopravnom zahtjevu, koji proizlazi iz građanskog prava (čl. 749. st. 1, čl. 985. BGB).[1030] Depozitno pravo takav zahtjev ograničava prilagođavajući ga osobitostima zbirne pohrane.[1031] Ostvarivanje stvarnopravnog zahtjeva depozitno pravo dopušta samo pod uvjetima i uz ograničenja koji vrijede za obveznopravni zahtjev. Važenje istih uvjeta i ograničenja nužno je

[1025] Gledano strogo gramatički, austrijsko pravo razlikuje se od njemačkog po tome što skrbnika obvezuje uskratiti isporuku (njem. „hat die Ausfolgung insoweit zu verweigern“), dok mu njemačko pravo samo daje takvu mogućnost (njem. „kann die Auslieferung insoweit verweigern“).
[1026] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/39
[1027] O tome u njemačkom pravu v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 13; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 72.; u austrijskom pravu v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-14. Po mišljenju *Einsele*, takva obveza bi – neovisno o zakonskom tekstu – postojala kad bi sva prava iz zbirne isprave pripadala jednoj osobi. O tome v. i Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 51.
[1028] O tome u njemačkom pravu v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 7; u austrijskom pravu Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-15.
[1029] Za tumačenje fraze „ostali nositelji stvarnog prava“ (njem. *sonstige dingliche Berechtigte*) u smislu odredbe čl. 8. dDepotG v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 8 Rd. 3. Među njih spadaju *e.g.* založni vjerovnici i plodouživatelji.
[1030] O zakonskoj osnovi stvarnopravnog zahtjeva za isporuku v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 8 Rd. 2; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 82, 88; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.54; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 84. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 181. *et seq*. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 49. Po mišljenju većine, riječ je o modificiranom zahtjevu za razvrgnuće suvlasničke zajednice iz čl. 749. BGB ili zahtjevu vlasnika stvari prema njezinom posjednika iz čl. 985. BGB. Za manjinsko shvaćanje, po kojem je i ovdje – kao i u slučaju iz čl. 7. st. 1. dDepotG - riječ o obveznopravnoj tražbini v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 132. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 181. – 182.
[1031] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 4, § 8 Rd. 1 – 2; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 180. – 181.

da mogu usporedno postojati. Koegzistentnost zahtjeva utemeljenih na različitim pravnim osnovama dovodi do toga da jedan drugome konkuriraju, ako nemaju istog nositelja (*i.e.* ako deponent nije ujedno i suvlasnik). Suočen s oba, skrbnik se oslobađa obveze ispunjenjem jednog od njih.[1032] Izjednačavanje uvjeta i ograničenja pod kojima se mogu ostvarivati zahtjeve ne lišava pravne samostalnosti i međusobne neovisnosti. Stvarnopravni zahtjev postoji neovisno o tome postoji li obveznopravni zahtjev i, ako postoji, tko mu je nositelj. Čak i kad, zbog nepostojanja ili nevaljanosti ugovora o depozitu, obveznopravni zahtjev ne bi postojao, stvarnopravni zahtjev bio bi podvrgnut uvjetima i ograničenjima važećim za nepostojeći obveznopravni zahtjev.[1033] Važenje istih uvjeta i ograničenja ne povlači nužno za sobom i istog adresata. Za razliku od obveznopravnog zahtjeva, koji je obvezan ispuniti (isključivo) međuskrbnik, ispunjenje stvarnopravnog zahtjeva obveza je (i) podskrbnika (*i.e.* središnjeg depozitorija).[1034]

Uz to što je o njima obvezni skrbiti, zbirno pohranjene vrijednosne papire skrbnik je i u njemačkom i u austrijskom pravu obvezan administrirati. Riječ je o usko povezanim obvezama barem jednake važnosti.[1035] Administriranje vrijednosnih papira namijenjeno je ostvarivanju prava koja iz njih proizlaze.[1036] Kod zbirne pohrane skrbnik jedini to i može raditi, jer suvlasništvo zbirnog portfelja onemogućuje pojedinog ulagatelja da samostalno administrira „svoje“ vrijednosne papire.[1037] Administriranje vrijednosnih papira u njemačkom pravu naplatna je skrb za tuđe poslove (čl. 675. st. 1. BGB) u okviru ugovora o službi (čl. 611. BGB),

[1032] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 8 Rd. 2; Za raspravu o postupanju skrbnika u takvom slučaju u njemačkom pravu v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 7. O tome u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/19.
[1033] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 8 Rd. 2; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 180.
[1034] O adresatu stvarnopravnog zahtjeva u njemačkom pravu v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 7; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.54 – 18.56; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 180. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 130. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 183. – 184. O tome u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/58; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 222., 261.
[1035] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 4; U literaturi (Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 23; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 435.) može se susresti teza o većem praktičnom značenju obveze administriranja od obveze pohrane.
[1036] Za administriranje u njemačkom pravu v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 3; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.12, 18.24. Među te poslove, koje *Iro* usko veže s pohranom, ne spadaju pribavljanje vrijednosnih papira ni preslagivanje zbirnog portfelja u okviru portfolio managementa, v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/3.
[1037] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 165. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/3, 4/97; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-3. Osim značajnih pravnih komplikacija kad deponenti nisu ujedno i vlasnici, razlog tome je neprovedivost u praksi jer su suvlasnici brojni, međusobno se ne poznaju i kontinuirano se mijenjaju. Na administriranje zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ne primjenjuju se odredbe koje vrijede za upravljanje stvari u suvlasništvu (čl. 833. *et seq.* ABGB).

dok je u austrijskom pravu uobičajena sporedna obveza skrbnika iz ugovora o depozitu.[1038] U oba prava na odgovarajući način primjenjuju se zakonske odredbe o ugovoru o nalogu (čl. 633. *et seq*. BGB; čl. 1002. *et seq.* ABGB). Primjena tih odredaba ne znači da skrbnik, koji je kreditna institucija, nije obvezan administrirati vrijednosne papire ako i sve dok mu, u svakom pojedinom slučaju, ulagatelj to posebno ne naloži.[1039] Administrirajući vrijednosne papire (*e.g.* naplaćujući dospjelu novčanu tražbinu iz vrijednosnih papira) (pod)skrbnik prema izdavatelju i u njemačkom i u austrijskom pravu nastupa u svoje ime, a „za račun onog koga se tiče".[1040] Izdavatelj vrijednosnih papira nerijetko ne zna i nužno nije zainteresiran saznati potječe li tražbina iz skrbnikovog *nostro* ili *loro* portfelja. Obvezu administriranja prati i odgovarajuće ovlaštenje. U austrijskom pravu riječ je o tzv. punomoći za administriranje (njem. *Verwaltervollmacht*) (čl. 1029. ABGB) koju daje vlasnik pohranjenih vrijednosnih papira ili o zakonskom ovlaštenju za administriranje koje se izvodi iz odredaba čl. 5. st. 2. u svezi s čl. 6. öDepotG.[1041] U njemačkom pravu takvo ovlaštenje proizlazi iz ugovora o depozitu, koji je ulagatelj sklopio sa svojim skrbnikom.[1042] Kod skrbničkog lanca, samo je najviša karika u prilici ostvarivati prava iz vrijednosnih papira direktno od izdavatelja, zbog čega obveza administriranja pada njoj na teret.[1043] To ne znači da se prepuštanjem vrijednosnih papira podskrbniku (*i.e.* središnjem depozitoriju) međuskrbnik oslobađa takve obveze prema deponentu jer ga podskrbnik ne mijenja (*i.e.* ne preuzima na sebe njegovu obvezu) već mu pomaže pri ispunjenju njegove obveze.[1044] Ovlaštenje podskrbnika za administriranje primljenih vrijednosnih papira austrijska doktrina (*Iro*) izvodi iz zakonskog ovlaštenja skrbnika prepustiti vrijednosne papire podskrbniku (čl. 3. öDepotG).[1045] Prepuštajući vrijednosne papire

[1038] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 23; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 163; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.14. Ugovoru o pohrani u kojem bi obveza administriranja bila samo nesamostalna sporedna obveza njemačka judikatura uskraćuje status depozitnog ugovora o pohrani. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/35, 4/97; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-3.
[1039] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 163, 166
[1040] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 24; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str.153. Za austrijsko pravo, v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/100, 4/103.
[1041] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/100 – 4/101; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-3; Sukladno čl. 1029. st. 1. r. 2. ABGB, povjeravanje administriranja drugome stvara pretpostavku da je drugi ujedno ovlašten poduzimati sve što administriranje zahtijeva i što je s administriranjem obično povezano.
[1042] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 171. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 555.
[1043] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 24; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 165; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 111. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 153. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 170. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 32. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/103; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-4. Svaljivanje te obveze na podskrbnika rezultat je faktične nemogućnosti ili nepraktičnosti bilo koga drugoga da postupa po korporativnim akcijama (*e.g.* da u propisanom roku očituje volju potrebnu za ostvarenje prava prvenstva pri upisu novih dionica kod povećanja temeljenog kapitala ulozima). Formalna legitimacija podskrbnika proizlazi iz neposrednog posjeda vrijednosnih papira ili upisa u izdavateljevom registru.
[1044] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 165
[1045] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/103

podskrbniku, (među)skrbnik - kojeg je za administriranje tih vrijednosnih papira opunomoćio njihov suvlasnik - *ipso facto* daje takvu punomoć podskrbniku. U tom slučaju, izdavatelj se oslobađa obveze plaćanjem kamata odnosno predajom kuponskog arka podskrbniku, a suvlasnik vrijednosnih papira stječe predmet ispunjenja bez da ga je prethodno stekao skrbnik.

I u njemačkom i u austrijskom pravu skrbnik je obvezan pravovremeno naplaćivati dospjele novčane tražbine koje potječu iz vrijednosnih papira pohranjenih u Njemačkoj odnosno Austriji s naslova kamata, dobiti i glavnice, naplaćeni iznos bez odgode doznačavati ili isplaćivati deponentu te, kad se za tim ukaže potreba, pribaviti novi kuponski arak (t. 14(1) SW; čl. 5. t. a. Depotbekanntmachung; t. 70(1) – (2) ABB).[1046] Navedene obveze skrbnik u oba prava treba ispuniti samoinicijativno, ne čekajući odgovarajući nalog deponenta. U slučaju skrbničkog lanca, te obveze padaju na teret podskrbnika (t. 70(3) r. 1. ABB). Kod pohrane u inozemstvu, ispunjava ih strani skrbnik (t. 14(2) SW).[1047] Prije dospijeća tražbine skrbnik nije ovlašten primiti ispunjenje niti je ovlašten raspolagati novčanom tražbinom.[1048] Skrbnik nije ovlašten ni samoinicijativno prihvatiti ponudu izdavatelja za prijevremeni iskup pohranjenih vrijednosnih papira.

Osim naplate tražbina i ispunjenja popratnih činidaba, skrbnik je i u njemačkom i u austrijskom pravu obvezan samoinicijativno pratiti objave u službenom glasilu (u Njemačkoj *Wertpapier-Mitteilungen*; u Austriji *Amtsblatt der Wiener Zeitung* i *Mercur Authentischer Verlosungsanzeiger*), koje se tiču vrijednosnih papira na pohrani. To mogu biti objave o iskupu ili otkazivanju vrijednosnih papira (t. 14(3) r. 1. SW; čl. 5. t. b. Depotbekanntmachung; t. 70(2) r. 1. ABB), pravu prvenstva pri upisu novih dionica (t. 15(1) r. 1. SW; čl. 5. t. c. Depotbekanntmachung; t. 72(2) r. 1. ABB), pravu iz opcija ili zamjenjivih obveznica (t. 15(2) SW), ostalim korporativnim akcijama, poput povećanja ili smanjenja temeljnog kapitala,

[1046] Za njemačko pravo v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.25; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 111. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 152. *et seq*. O praksi isplate dividende putem CBF-a kao posjedniku globalnog kupona neovisno o stanju upisa u registru vrijednosnih papira na ime v. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 62. *et seq*.

[1047] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 171; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.89; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 200. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 336. – 337. To što nije obvezan (jer ni ne može) naplatiti tražbinu od izdavatelja ne znači da njemački skrbnik nema obvezu naplaćeni iznos nakon što ga je primio proslijediti ulagatelju. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/104. Odgovor na pitanje tko je ovlašten odnosno obvezan administrirati vrijednosne papire pribavljene i pohranjene u inozemstvu treba, po mišljenju *Ire*, tražiti u lokalnim propisima i običajima na tržištu. Austrijska banka obvezna je poduzimati sve što je u njezinoj moći da spriječi narušavanje interesa njezinih klijenata. Na to je obvezuju njezin povjerenički položaj i zakon, iz kojeg proizlazi obveza zaštite imovine klijenata (čl. 29. WAG 2007). U svakom slučaju, austrijska banka obvezna je kamate, dividendu ili utržak od prodaje koji joj je doznačio strani skrbnik bez odgode proslijediti klijentima i obavijestiti ih o važnim korporativnim akcijama koje se tiču vrijednosnih papira čim za njih sazna.

[1048] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 24; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 172. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/99; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-3.

pripajanja, spajanja, preoblikovanja i sl. (čl. 5. t. c. Depotbekanntmachung; t. 70(2) r. 1. ABB) ili o bilo čemu što može značajno utjecati na pravni položaj deponenta ako je obavještavanje deponenta nužno za zaštitu njegovih interesa, poput zakonskih ponuda za otpremninu i zamjenu, dobrovoljnih ponuda za kupnju i zamjenu te sanacijskog postupka (t. 16 r. 1. – 2. SW). O tome skrbnici se nisu obvezni informirati na drugom mjestu ili na drugačiji način, ali ne smiju zanemariti podatak koji im priopći izdavatelj (osobno ili posredstvom osobe koja nastupa za njegov račun) ili podskrbnik.[1049] Ograničenje obveze skrbnika s obzirom na izvor podataka, praćeno isključenjem odgovornosti za točnost prikupljenih podataka, ni doktrina ni judikatura ne smatraju problematičnim.[1050] Oslanjanje na službeno glasilo prikladno je imaju li se u vidu troškovi koji bi nastali kad takvo ograničenje ne bi postojalo, s jedne strane, te činjenica da službeno glasilo u pravilu sadrži sve relevantne podatke koji su dostupni u danom trenutku, s druge strane. Kod podskrbništva, praćenje objava skrbnici su obvezni naložiti podskrbnicima (čl. 5. t. b. – c. Depotbekanntmachung).

Podatke prikupljene prateći objave ili primajući priopćenja skrbnici su i u njemačkom i u austrijskom pravu načelno obvezni bez odgode proslijediti deponentu. U njemačkom pravu obveza se izrijekom odnosi na iskup ili otkazivanje vrijednosnih papira (čl. 5. t. b. Depotbekanntmachung), na pravo prvenstva pri upisu novih dionica, ponudu za zamjenu ili poziv na uplatu te konverziju, pripajanje, spajanje, preoblikovanje itd. (čl. 5. t. c. Depotbekanntmachung) te na prava iz opcija ili zamjenjivih obveznica ako je objavljen dan njihovog prestanka (t. 15(2) SW). Austrijsko pravo obvezu skrbnika svodi na pokušaj obavještavanja deponenta o konverziji, povećanju ili smanjenju temeljnog kapitala, spajanju, pozivu na uplatu, pripajanju, preoblikovanju, ponudi za zamjenu, smanjenju nominalnog iznosa ili količine radi pokrića gubitka (njem. *Arrosion*) i „ostalim važnim korporativnim akcijama“ koje se tiču vrijednosnih papira (t. 72 r. 1. ABB).[1051] Iz obavijesti deponent treba moći nedvojbeno zaključiti ako protekom roka pravo prestaje te da, ako ga pravovremeno ne realizira ili ne proda vrijednosni papir, ostaje bez vrijednosti koju je to pravo imalo.[1052] Podatke o pohranjenim vrijednosnim papirima skrbnik u njemačkom pravu nije obvezan proslijediti ako

[1049] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 24, 28; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 177. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/102.
[1050] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 170; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.25
[1051] Među „ostale korporativne akcije“ *Iro* ubraja samo one koje se rutinski uočavaju tijekom trajanja pohrane i koje banka može provesti ne pribavljajući uputu klijenta zbog nepostojanja smislene alternative, v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/102. Tu, po njemu, ne spadaju događaji koji su izrijekom pobrojeni u čl. 72. ABB (konverzija, povećanje temeljenog kapitala itd.), kao ni zabrane plaćanja ni pozivi koje treba provjeriti točno prilikom dostave.
[1052] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 26; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 183

ne mogu značajno utjecati na pravni položaj deponenta i ako obavještavanje deponenta nije nužno za zaštitu njegovih interesa (t. 16 r. 1. SW).[1053] Obveza, stoga, ne postoji kad je riječ o ponudi za otpremninu i zamjenu odnosno za kupnju i zamjenu po ekonomski nepovoljnim uvjetima (*e.g.* po cijeni koja je očito niža od trenutne tržišne cijene).[1054] Iznimka je obvezna ponuda za preuzimanje (čl. 35. st. 2. r. 1. WpÜG), podatak o kojoj je skrbnik obvezan proslijediti neovisno o njezinim uvjetima. Glede detalja ponude dovoljno je da skrbnik deponenta uputi na javno dostupne izvore.[1055] Za razliku od njemačkog, austrijsko pravo skrbnika ne oslobađa obveze proslijediti deponentu podatke koji ne mogu značajno utjecati na njegov pravni položaj deponenta i/ili nisu nužni za zaštitu njegovih interesa. Po mišljenju *Kümpela*, isto vrijedi i u njemačkom pravu kad je riječ o podacima koje je skrbniku priopćio izdavatelj vrijednosnih papira.[1056] Skrbnik načelno nije obvezan deponenta upozoriti na posljedice i ekonomsko značenje proslijeđenih podataka, ako su mu ti podaci proslijeđeni u cijelosti i nedvosmisleno.[1057] Dovoljno je da podatke skrbnik navede u pismu koje deponentu pošalje običnom poštanskom pošiljkom. Skrbnik nije obvezan – umjesto običnom – pismo poslati preporučenom pošiljkom niti je obvezan – povrh slanja pisma – deponenta kontaktirati telefonom. Svoju obvezu skrbnik ispunjava urednim odašiljanjem obavijesti pa odgovara samo za pažljiv odabir glasnika, ne i za njezin primitak.[1058] Na prosljeđivanju podataka njemačko pravo ne inzistira ako ih skrbnik nije pravovremeno primio ili ako je to na što se odnose za deponenta neisplativo zbog nesrazmjera troškova koji bi mu nastali i koristi koje bi od toga mogao imati (t. 16 r. 3. SW).[1059]

Izostanak (pravovremene) reakcije deponenta na proslijeđene podatke obvezuje skrbnika da postupi prema svom najboljem znanju rukovodeći se pritom interesima deponenta (t. 72 r. 2. ABB).[1060] Manifestacija takvog postupanja ostvarivanje je vremenski ograničenih

[1053] Nužnost se procjenjuje prema pravilima koja vrijede za ugovor o nalogu (čl. 666. BGB) te pravilima poslovnog ponašanja (čl. 31. WpHG). O tome v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 31.
[1054] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 29; U literaturi se navodi primjer podatka o ponudi za kupnju ili zamjenu koja je 20 ili više % niža od trenutne burzovne cijene i koja se pet bankovnih dana prije roka važenja ponude potone za još 10 ili više %. Osim toga, *Scherer* zastupa tezu da ne proslijedivši takvu informaciju banka štiti klijenta jer ga u protivnom može navesti na donošenje pogrešne odluke.
[1055] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 187
[1056] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 184; Riječ je o obvezi koja proizlazi iz odredaba čl. 675. i 666. BGB.
[1057] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 28, 31; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.28
[1058] Obvezu obavještavanja doktrina svrstava među tzv. „one se ispunjavaju slanjem" (njem. *Schickschuld*), a ne među tzv. „one koje se ispunjavaju dostavom"(njem. *Bringschuld*) v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 26; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 183.
[1059] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.29; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 185; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 154. Besmisleno bi bilo prosljeđivati podatke koji – zbog zastarjelosti – deponentu ionako ne bi mogli poslužiti kao podloga za donošenje odluke.
[1060] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 31; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 154. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/106.

prava u najkasnijem mogućem trenutku. Nametnuvši im tu obvezu, ni njemačko ni austrijsko pravo skrbnike ne ovlašćuje na donošenje investicijskih odluka za deponente.[1061] Ako skrbnik do isteka predzadnjeg dana trgovanja pravom prvenstva pri upisu novih dionica ne dobije drugačiju uputu deponenta, njemačko pravo obvezuje ga na prodaju svih takvih prava iz deponentovog portfelja po najvišoj mogućoj cijeni te, kad je riječ o stranim pravima, u skladu s uzancama važećim u inozemstvu (t. 15(1) SW). Obveza je posljedica fingiranog naloga na prodaju.[1062] Iako odluka o ostvarivanju prava prvenstva pri upisu novih dionica ili prihvaćanju ponude za zamjenu spada u kategoriju investicijskih odluka, koje skrbnici načelno ne smiju donositi bez upute klijenta, *Iro* smatra da u slučaju prijetećeg gubitka vremenski ograničenog prava skrbnik može pretpostaviti da volji deponenta odgovara ostvarivanje tog prava po najpovoljnijim mogućim uvjetima.[1063] Obveza ne vrijedi u izvanrednim okolnostima koje ukazuju na drugačiju volju deponenta, poput kupnje prava prvenstva pri upisu novih dionica ako postojeće dionice deponent nema na računu.[1064]

Točan opseg skrbnikove obveze prosljeđivanja podatka ne može se paušalno odrediti jer on ovisi o okolnostima konkretnog slučaja.[1065] Obveza treba biti takvog opsega da se njezinim ispunjenjem postigne željena svrha: ulagatelj se treba domoći podataka potrebnih za procjenu utjecaja konkretnih okolnosti na njegov pravni i ekonomski položaj, koji mu omogućuju razborito donošenje odluka. U bankovnoj praksi obveza prosljeđivanja podatka redovito se svodi na uredno prosljeđivanje obavijesti.[1066]

Uskladivši se s europskom pravnom stečevinom, i njemačko i austrijsko pravo skrbnika kod kojeg su na pohrani dionice s pravom glasa kojima se trguje na uređenom tržištu obvezuje da podatke o korporativnim akcijama koje je primio od dioničkog društva ili od podskrbnika bez odgađanja proslijedi svom klijentu, bilo da je riječ o drugom skrbniku (čl. 67a st. 3. r. 1. dAktG; čl. 180. st. 5. öBörseG) ili o samom dioničaru (čl. 67b dAktG; čl. 180. st. 1. öBörseG).[1067] Obveza vrijedi samo ako je podatke skrbnik primio na način koji je uobičajen na

[1061] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 26, 31 - 33; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 154. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/98, 4/106.
[1062] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 181
[1063] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/106
[1064] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 181; Po mišljenju *Gößmanna* i *Klantena*, takva okolnost navodi na zaključak o volji deponenta za ostvarenjem prava na upis.
[1065] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.31
[1066] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.31
[1067] O značenju pojma „korporativne akcije" v. čl. 67a st. 6. dAktG; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 36 – 37; Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67a Rd. 10.

tržištu.[1068] Slučajno primljene podatke skrbnik nije obvezan proslijediti.[1069] Primljene podatke skrbnik je obvezan proslijediti bez odgode, najkasnije do kraja radnog dana odnosno, ako ih je primio nakon 16 sati, najkasnije do 10 sati sljedećeg radnog dana.[1070] Kad ih prosljeđuje drugom skrbniku podaci trebaju biti u elektroničkom obliku.[1071] Obveza otpada ako je podatke drugi skrbnik već primio iz drugog izvora (čl. 67a st. 3. r. 1. dAktG; čl. 180. st. 3. öBörseG), kao i onda kad ih dioničar ne želi primiti.[1072] Osim podataka o korporativnim akcijama, skrbnik je po njemačkom pravu obvezan proslijediti poziv na glavnu skupštinu (čl. 125. st. 5. r. 3. dAktG), potvrdu o glasovanju (čl. 188. st. 1. r. 5. dAktG) i dokaz o brojanju glasova (čl. 129. st. 5. r. 4. dAktG).[1073]

Usklađivanje s europskom pravnom stečevinom zaslužno je i za obvezu njemačkog i austrijskog skrbnika podatke o ostvarivanju prava iz dionica s pravom glasa kojima se trguje na uređenom tržištu bez odgađanja prenijeti dioničkom društvu ili skrbniku na višoj kariki lanca (čl. 67c st. 1. r. 1. i 2. dAktG; čl. 180. st. 4. öBörseG). O dioničaru ovisi treba li i, ako da, kome i u kojoj mjeri skrbnik prenijeti te podatke.[1074] Ako dioničar ne odredi adresata, skrbnik ne može birati već je podatke obvezan prenijeti direktno dioničkom društvu.[1075] Riječ je o podacima koji su vezani uz korporativne akcije ili se tiču održavanja glavne skupštine.[1076] Skrbnik ih je ovlašten prenijeti u bilo kojem (*i.e.* ne nužno elektroničkom) obliku.[1077] Osim prenositi podatke, njemačko pravo obvezuje skrbnike prosljeđivati upute dioničara, koji nisu upisani u registru dionica, za ostvarivanje prava glasa iz njihovih dionica na ime skrbniku koji je upisan u registar dionica (čl. 67c st. 1. r. 3. dAktG).[1078]

[1068] Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 62
[1069] Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 63; Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67a Rd. 7
[1070] Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 64 – 65; Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67a Rd. 7a; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67b Rd. 11 – 14; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.41
[1071] Za oblik podataka kad ih skrbnik prosljeđuje drugom skrbniku v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67a Rd. 6a; kad ih skrbnik prosljeđuje dioničaru v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67b Rd. 2; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67b Rd. 7.
[1072] O mogućnosti dioničara da skrbnika svojevoljno oslobodi njegove zakonske obveze v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67b Rd. 5; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67b Rd. 20.
[1073] Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 59
[1074] Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 67c Rd. 2, 4; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67c Rd. 12, 16
[1075] Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67c Rd. 6, 8; Nepostojanje izbora rezultat je tumačenja zakona u skladu s europskim pravom (čl. 3 SRD II).
[1076] Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67c Rd. 3
[1077] Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67c Rd. 15
[1078] Koch, Jens, *op.cit.* (bilj. 7), § 67c Rd. 3; Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67c Rd. 9

Ni njemačko ni austrijsko pravo dioničkih društava skrbnika ne obvezuje niti ovlašćuje ostvarivati pravo glasa iz pohranjenih dionica.[1079] Za glasovanje na glavnoj skupštini domaćeg izdavatelja skrbniku koji se za to ponudio ili na to pristao treba ulagateljevo ovlaštenje, odnosno njegova punomoć. Ovlaštenje je potrebno kad je riječ o dionicama na ime, za koje je skrbnik upisan u izdavateljem registru takvih dionica (čl. 135. st. (6) dAktG, čl. 13. st. 4. Depotbekanntmachung; čl. 61. st. (2) r. 2. i 115. öAktG).[1080] Skrbniku treba punomoć kad je riječ o dionicama na donositelja ili o dionicama na ime za koje skrbnik nije upisan u izdavateljevom registru takvih dionica (čl. 135. st. (1) dAktG, čl. 13. st. 1. Depotbekanntmachung; čl. 114. öAktG).[1081] Pravo glasa ovlašteni odnosno opunomoćeni skrbnik ostvaruje postupajući po ulagateljevoj izričitoj uputi, odnosno – ako ulagatelj nije pravovremeno[1082] dao takvu uputu – sukladno vlastitom prijedlogu koji mu je učinio dostupnim (čl. 135. st. 1. r. 4. t. 1. dAktG) ili – ako skrbnik ulagatelju nije učinio dostupnim vlastiti prijedlog – sukladno prijedlogu uprave i nadzornog odbora odnosno sukladno prijedlogu nadzornog odbora ako se razlikuje od prijedloga uprave (čl. 135. st. 1. r. 4. t. 2. dAktG).[1083] Za razliku od samog glasovanja, činjenje dostupnim vlastitog prijedloga obveza je skrbnika koji je općenito voljan glasovati za svoje klijente (čl. 135. st. 2. r. 1. dAktG).[1084] Skrbnik je vezan kako ulagateljevom uputom tako i svojim prijedlogom, od kojih smije (i treba) odstupiti samo ako bi ulagatelj odobrio odstupanje kad bi znao pravo stanje stvari (čl. 135. st. 3. r. 1. dAktG).[1085] Razlikujući se po tome od austrijskog, njemačko pravo opunomoćenom skrbniku dopušta da - ako drugačije ne proizlazi iz punomoći - pravo glasa ostvaruje „u ime onog koga se tiče“ (čl.

[1079] Za njemačko pravo v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 6, 17; Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 48, 92; Lieberam-Schmidt, Sabine, *op.cit*. (bilj. 7), str. 62. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 26., 70. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/107; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-4. U njemačkoj pravnoj književnosti shvaćanja se razlikuju oko toga treba li zakon obvezati skrbnika na ostvarivanje prava glasa. O razlozima u prilog takve obveze v. Lieberam-Schmidt, Sabine, *op.cit*. (bilj. 7), str. 63. - 64. O razlozima protiv takve obveze v. Noack, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 18.

[1080] Za njemačko pravo v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 43 – 44; Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 1, 49. Noack, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 16. Po austrijskom pravu ne provodi se zbirna pohrana dionica na ime. O tome v. Bayer, Walter; Illhardt, Daniel, *op.cit*. (bilj. 3), § 67a Rd. 107.

[1081] Za njemačko pravo v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 4 *et seq.*, 45; Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 1.49; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 190; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 181. – 182. Noack, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 16. Za austrijsko pravo v. Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 135 Rd. 205 *et seq.*

[1082] O pravovremenosti takve upute podrobnije v. Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 93, 100 – 101.

[1083] Za njemačko pravo v. Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 11 - 12; Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 77 - 78; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 9; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.37; Lieberam-Schmidt, Sabine, *op.cit*. (bilj. 7), str. 73. - 74.

[1084] Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 17; Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 81

[1085] Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 11; Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 94, 98, 115, 121 - 123

135. st. 5. r. 2. dAktG).[1086] Ni kad je riječ o glavnoj skupštini stranog izdavatelja njemačka banka, koja tom prilikom ne nastupa u ulozi skrbnika već ulagateljevog povjerenika, nije obvezna ni ovlaštena ostvarivati pravo glasa ako se na to nije obvezala ugovorom. Doduše, povjerenička uloga obvezuje je da ulagatelju na njegov zahtjev omogući ostvarivanje prava glasa, ako takvu mogućnost dopušta strano mjerodavno pravo i izdavateljev statut.[1087]

I njemačko i austrijsko pravo skrbnike obvezuje provjeriti vrijednosne papire koje primaju odnosno drže na pohrani (t. 17 SW; čl. 5. t. c. Depotbekanntmachung; t. 71 ABB).[1088] Provjeru skrbnici provode oslanjajući se na podatke koji su - u njemačkom pravu - objavljeni u službenom glasilu (*Wertpapier – Mitteilungen*), odnosno - u austrijskom pravu - sadržani u dostupnoj austrijskoj dokumentaciji.[1089] Za razliku od njemačkog prava, austrijsko pravo tu obvezu ograničava na domaće vrijednosne papire. Kod primitka vrijednosnih papira na pohranu provjera se odnosi na pozive (njem. *Aufgeboten*), obavijest o gubitku (njem. *Verlustmeldung*), zabranu plaćanja (njem. *Zahlungssperre*) i slično. Provjeru amortizacijskog postupka radi proglašenja isprave o vrijednosnom papiru nevažećom skrbnik provodi i nakon primitka vrijednosnih papira na pohranu.

I njemačko i austrijsko pravo skrbnika obvezuje voditi skrbničku knjigu (njem. *Verwahrungsbuch*) (čl. 14. st. 1. i 3. dDepotG; čl. 11. st. 1. i 3. öDepotG).[1090] Riječ je o trgovačkoj knjizi ili knjigovodstvenoj evidenciji (njem. *buchmäßige Aufzeichnung*) zakonom propisanog sadržaja.[1091] Uz sadržaj, zakon propisuje i način vođenja skrbničke knjige. Budući da je riječ o trgovačkoj knjizi, skrbnik ju je obvezan voditi pridržavajući se načela urednog knjigovodstva (čl. 239. HGB; čl. 190. UGB) radi izbjegavanja prijepora i omogućavanja

[1086] Za njemačko pravo Koch, Jens, *op.cit*. (bilj. 7), § 135 Rd. 40, 45; Arnold, Michael, *op.cit*. (bilj. 408), § 135 Rd. 181, 194; Lieberam-Schmidt, Sabine, *op.cit*. (bilj. 7), str. 79. Za austrijsko pravo v. Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 3), § 135 Rd. 205.
[1087] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 338.
[1088] O obvezi provjere u njemačkom pravu podrobnije v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 188 – 189; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.33 – 18.34; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 154.
[1089] Prigovor koji je objavljen samo u inozemstvu vrijedi prema kreditnoj instituciji i kreditna institucija obvezna ga je priopćiti samo ako i tek kad za nj sazna. Podrobnije v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/105.
[1090] Budući da nije riječ o obvezi strogo osobne naravi, dovoljno je da skrbnik ima pristup skrbničkoj knjizi koju ne vodi osobno. O tome v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 12.
[1091] Skrbničku knjigu u formi knjigovodstvene evidencije izrijekom predviđa samo austrijsko pravo. Za razliku od čl. 14. dDepotG, čl. 11. st. 4. öDepotG izrijekom predviđa mogućnost zamjene skrbničke knjige evidencijama ekvivalentnim knjigovodstvenim evidencijama, među koje spadaju one koje se temelje na elektroničkoj obradi podataka. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/92; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-19.

svakodobnog utvrđivanja stanja depozitnih odnosa.[1092] Skrbnička knjiga ima zaštitnu i kontrolnu funkciju. Osim funkcionalnosti tržišta, uredno vođenje skrbničke knjige štiti imovinske interese njegovih sudionika.[1093] Radi zaštite prava svojih klijenata na njihovim financijskim instrumentima koje drži, skrbnik je i u njemačkom i austrijskom pravu obvezan voditi potrebne evidencije i račune koji mu omogućuju da u svako doba bez odgađanja razlikuje financijske instrumente svakog pojedinog klijenta kako od financijskih instrumenata svih ostalih klijenata tako i od vlastitih financijskih instrumenata (čl. 10. st. (4) t. 1. WpDVerOP, čl. 38. st. (3) t. 1. WAG 2018). Dokumentiranje pravnih odnosa vezanih uz pohranjene vrijednosne papire od presudne je važnosti za deponente u slučaju otvaranja stečaja nad skrbnikom i provedbe ovrhe protiv skrbnika jer im omogućuje dokazivanje izlučnog prava. Skrbniku, pak, vođenje skrbničke knjige omogućuje kontrolu i administriranje portfelja pohranjenih vrijednosnih papira, a nadzornom tijelu uvid u poslovanje skrbnika.[1094]

U oba prava skrbnička knjiga je „osobna" (njem. *persönliches Verwahrungsbuch*) samo što se osobnost temelji na različitim kriterijima.[1095] Za razliku od njemačkog prava, u kojem se vodi po deponentu, u austrijskom pravu skrbnička knjiga vodi se po računu vrijednosnih papira.[1096] Uvid u skrbničku knjigu ne odaje nužno identitet vlasnika deponiranih vrijednosnih papira, čak ni kad je riječ o jedinom skrbniku ili najnižoj kariki skrbničkog lanca. U skrbničkoj knjizi podskrbnika upisuje se skrbnik. Osim deponenta odnosno računa vrijednosnih papira, u skrbničku knjigu upisuje se vrsta, nominalni iznos ili količina zbirno pohranjenih vrijednosnih papira.[1097] Ti podaci ključni su za određivanje udjela u zbirnom portfelju (čl. 6. st. 1. r. 2. dDepotG). Pod vrstom (njem. *Art*) vrijednosnih papira ne misli samo na tip (njem. *Typ*), već na cjelokupni opis (njem. *Bezeichnung*) koji omogućuje njihovu identifikaciju. Primjerice, kod obveznica to su podaci o kamati, izdavatelju te godini izdanja i godini dospijeća. Osim ISIN-a,

[1092] Za njemačko pravo v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 3; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 45; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.166; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 112. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/92; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-19.

[1093] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 1; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 362

[1094] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 1

[1095] Alternativa je „stvarna" skrbnička knjiga (njem. *sachliches Verwahrungsbuch*), koja se vodi po vrsti pohranjenih vrijednosnih papira. O tome v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 45, 49; Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/92; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 41.

[1096] Za njemačko pravo v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 22. Vođenje skrbničku knjigu „po deponentu" znači da se pod njegovim imenom upisuju svi vrijednosni papiri koje je položio na pohranu. *Walz* i *Frey* smatraju da se takvim vođenjem deponentima omogućuje da u slučaju spora dokažu svoje pravo. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/92.

[1097] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 48; Kod zbirne pohrane u skrbničku knjigu ne upisuju se brojevi i druge identifikacijske oznake vrijednosnih papira, koji služe njihovoj individualizaciji. O tome v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 25; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-20. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 41.

za vrijednosne papire koji su uvršteni na uređeno tržište upisuje se i tzv. ticker (njem. *Werpapierkennnummer*). Osim vrijednosnih papira, u skrbničku knjigu upisuju se i s vrijednosnim papirima izjednačena prava (*e.g.* tzv. registarske zbirne tražbine (njem. *Sammelschuldbuchforderungen*), WR-pripisi i obveznopravni zahtjevi za isporuku iz ugovora o depozitu. U obvezni sadržaj skrbničke knjige i njemačko i austrijsko pravo svrstava identitet podskrbnika (ako ne proizlazi iz ostalih knjigovodstvenih evidencija, iz zbirke isprava koju skrbnik vodi pored skrbničke knjige ili iz korespondencije) i lokaciju na kojoj vrijednosne papire podskrbnik drži na pohrani (ako se razlikuje od skrbnikove lokacije) (čl. 14. st. 4. r. 1. – 2. dDepotG; čl. 11. st. 2. r. 1. – 2. öDepotG).[1098] K tome, skrbnička knjiga obvezno sadrži i ovlaštenja skrbnika za *inter alia* zalaganje (čl. 12. i čl. 12a dDepotG) i prisvajanje (čl. 13. dDepotG) vrijednosnih papira (čl. 14. st. 4. r. 3. dDepotG; čl. 11. st. 2. r. 3. öDepotG).[1099] Iz skrbničke knjige treba biti razvidno na koje se vrijednosne papire upisano ovlaštenje odnosi i u kojoj mjeri je iskorišteno (čl. 10. st. (2) t. c. Depotbekanntmachung). Kad vrsta ovlaštenja za zalaganje nije upisana, smatra se da je skrbnik ovlašten za redovito zalaganje u smislu odredbe čl. 12. st. 2. dDepotG. Upis ovlaštenja u skrbničku knjigu nema konstitutivni učinak pa dano ovlaštenje postoji i kad nije upisano.[1100]

Kršenje obveze vođenja skrbničke knjige u njemačkom pravu povlači za sobom ugovornu i izvanugovornu odgovornost skrbnika za štetu (čl. 288. st. 1. BGB i čl. 823. st. 2. BGB), kaznenu odgovornost skrbnika (čl. 37. dDepotG) i mogućnost izricanja nadzornih mjera protiv skrbnika.[1101]

Ni njemačko ni austrijsko depozitno pravo skrbnika ne obvezuje odvojiti vlastitu imovinu od imovine svojih klijenata, koju nije zadržao na pohrani već ju je proslijedio podskrbniku (čl. 5. st. (1) r. 2. dDepotG, čl. 4. st. (1) r. 1. öDepotG).[1102] Za skrbnika ta obveza može u oba prava proizaći iz zahtjeva koji su rezultat usklađivanja nacionalnog prava s europskim, i to samo ako skrbnik nije kreditna institucija s odgovarajućim odobrenjem nadležnog tijela. Takav skrbnik obvezan je poduzimati potrebne radnje kako bi osigurao da se

[1098] Prepuštanje primljenih vrijednosnih papira podskrbniku ne oslobađa (među)skrbnika obveze vođenja vlastite skrbničke knjige. O tome v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 13.
[1099] U skrbničku knjigu obvezno se upisuje još i ovlaštenje za kućnu zbirnu pohranu (čl. 5. st. 1. r. 2 dDepotG) i zamjensku pohranu (njem. *Tauschverwahrung*) (čl. 10. dDepotG) u njemačkom pravu te ovlaštenje za odvojenu pohranu (čl. 1. öDepotG), zamjensku odnosno sumarnu pohranu (njem. *Summenverwahrung*) (čl. 7. öDepotG) i nepravilnu pohranu (njem. *unregelmäßige Verwahrung*) (čl. 8. öDepotG) u austrijskom pravu.
[1100] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 27
[1101] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 38
[1102] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 5; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 25. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/56.

financijski instrumenti njegovih klijenata, koji su na pohrani kod podskrbnika, mogu razdvojiti od skrbnikovih i podskrbnikovih financijskih instrumenata, bilo putem različito označenih računa u podskrbnikovim evidencijama ili na drugi sličan način koji pruža jednaki stupanj zaštite (čl. 10. st. (4) t. 4. WpDVerOP, čl. 29. st. 3. t. 4. WAG 2007, čl. 38. st. (3) t. 4. WAG 2018).[1103] Ni njemačko ni austrijsko pravo takvom skrbniku ne dopušta da kod podskrbnika otvori samo jedan zbirni račun vrijednosnih papira na svoje ime, na kojem bi držao sve vrijednosne papire neovisno kome pripadaju (*i.e.* skrbniku ili njegovim klijentima).[1104]

Skrbnika koji je kreditna institucija njemačko pravo obvezuje da vrijednosne papire svojih klijenata ne samo odvoji od vlastitih vrijednosnih papira, već i da ih međusobno razdvoji ovisno o skrbnikovom ovlaštenju za raspolaganje tim vrijednosnim papirima. Iz oznake skrbnikovog računa kod podskrbnika proizlazi pripadnost vrijednosnih papira na tom računu odnosno ovlaštenje skrbnika za raspolaganje vrijednosnim papirima na tom računu.[1105] Vlastite vrijednosne papire, za koje je podskrbniku dao tzv. „obavijest o svom vlasništvu“ (njem. *Eigenanzeige*), skrbnik je obvezan držati na tzv. „računu s vlastitom imovinom“ (njem. *Eigendepot*) odnosno „Računu A“. Na tom računu skrbnik je obvezan držati i vrijednosne papire svojih klijenta koje je „neograničeno založio“ u korist podskrbnika koristeći se ovlaštenjem koje su mu dali klijenti za neograničeno zalaganje (čl. 12. st. 4. dDepotG) ili prisvajanje (čl. 13. dDepotG) tih vrijednosnih papira (čl. 6. st. (3) i čl. 10. st. (4) t. a. Depotbekanntmachung).[1106] Vrijednosne papire svojih klijenata, uključujući one za koje je – ako nije njemačka kreditna institucija – podskrbniku dao tzv. „obavijest o tuđem vlasništvu“ (njem. *Fremdanzeige*), i vlastite vrijednosne papire za koje nije dao tzv. „obavijest o svom vlasništvu“ skrbnik je obvezan držati na tzv. računu s tuđom imovinom (njem. *Fremddepot*) odnosno „Računu B“.[1107] Ako mu je skrbnik, koji nije njemačka kreditna institucija dao „obavijest o tuđem vlasništvu“, podskrbnik je obvezan to učiniti vidljivim u skrbničkoj knjizi (čl. 14. st. 5. dDepotG).[1108] Vrijednosne papire svojih klijenata koje je temeljem njihovog ovlaštenja „redovito založio“ (čl. 12. st. 2. dDepotG) u korist podskrbnika radi osiguranja

[1103] Riječ je o usklađivanju s odredbom čl. 16. st. 1. t. (d) MiFID Provedbene Direktive.
[1104] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/56
[1105] Osim što pospješuje funkcionalnost depozitnog poslovanja, ujednačeno označavanje različitih vrsta računa pojačava zaštitu deponenata. O tome v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 5; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 55.
[1106] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 59; Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 8; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 6; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.169
[1107] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 56; Za istu vrstu može se susresti i naziv „drugi račun“ (njem. *Anderdepot*). Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 8; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 7; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.170
[1108] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 28

otplate kredita koji je skrbnik uzeo da bi mogao da(va)ti kredit(e) svojim klijentima skrbnik je obvezan držati na tzv. "računu sa založnom imovinom" (njem. *Pfanddepot*) odnosno „Računu C" (čl. 6. st. (2) r. 1. Depotbekanntmachung).[1109] Vrijednosne papire svog klijenta koje je temeljem njegovog ovlaštenja „ograničeno založio" (čl. 12. st. 3. dDepotG) u korist podskrbnika radi osiguranja otplate kredita koji je skrbnik uzeo da bi mogao dati kredit tom klijentu skrbnik je obvezan držati na tzv. „računu s posebno založnom imovinom" (njem. *Sonderpfanddepot*) odnosno „Računu D", koji podskrbnik vodi pod oznakom tog skrbnikovog klijenta (čl. 6. st. (2) r. 1. i čl. 10. st. (4) t. d. Depotbekanntmachung).[1110] Vrijednosne papire svojih klijenata koje je založio temeljem čl. 12a dDepotG skrbnik je obvezan držati na tzv. „Računu E".[1111]

Njemačko pravo skrbnika obvezuje usklađivati stanje računa koje vodi s deponentima šaljući im izvatke najmanje jednom godišnje (čl. 11. st. (1) Depotbekanntmachung; t. 13 SW).[1112] Po mišljenju *Walza* i *Freya*, riječ je obvezi koja zakonsko uporište ima u odredbama o ugovoru o naplatnoj skrbi za tuđe poslove (čl. 675. BGB) i ugovoru o nalogu (čl. 666. BGB).[1113] Skrbnik ne krši svoju obvezu ako se izvadak, koji je uredno poslao, nije mogao dostaviti ni ako izvadak nije poslao u interesu deponenta. Nedostavljene odnosno neposlane izvatke skrbnik treba čuvati. Ako se u međuvremenu stanje računa nije promijenilo, može ih iskoristiti prilikom sljedećeg usklađenja, pod uvjetom da ih dopuni odgovarajućom bilješkom tako da vrijede na taj dan.[1114] Iz izvatka treba se moći neprijeporno utvrditi sadržaj računa na dan usklađenja (čl. 11. st. (2) Depotbekanntmachung). Osim podataka o pohranjenim vrijednosnim papirima – nominalni iznos ili količina, vrsta odnosno rod, ostala obilježja (*e.g.* serija, grupa, red), pojedinosti o ispravi (*e.g.* samo plašt, samo talon, izgubljene isprave), podvrgnutost posebnim (*e.g.* deviznopravnim) zabranama ili ograničenjima -, izvadak treba sadržavati i podatak o vrsti pohrane (*i.e.* odvojena ili zbirna, kućna zbirna ili žiro zbirna), iz kojeg deponentu treba biti razvidan način na koji je stekao vlasništvo vrijednosnih papira. Ako su upisani u skrbničku knjigu, u izvatku skrbnik treba navesti i tražbine za isporuku

[1109] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 57; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 8; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.171
[1110] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 58; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 9; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.172
[1111] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 60; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 10; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.173
[1112] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.174; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-21; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 169.
[1113] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 30; O tome i Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 43.
[1114] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 30

vrijednosnih papira. Izvatci podskrbnika trebaju sadržavati i oznaku računa na kojem su upisani vrijednosni papiri (Račun A, B, C, D ili E). Ako je skrbnik vrijednosne papire prepustio njemačkom podskrbniku, podatak o mjestu pohrane ne treba navesti u izvatku osim ako je podskrbnika odabrao deponent. Vrijednosni papiri koji su pribavljeni i pohranjeni u inozemstvu u izvatcima se – kao i u skrbničkoj knjizi – označavaju kao WR-pripisi navodeći pritom državu u kojoj se nalaze. Izrada i slanje izvadaka podliježe nadzoru skrbnikove interne revizije ili drugog nepristranog suradnika (čl. 11. st. (3) Depotbekanntmachung).[1115] Slanje izvadaka skrbnik treba moći dokazati. Skrbnik je obvezan brinuti se da deponenti potvrde točnost izvatka u pisanom obliku osim ako je njegov organizacijski ustroj dovoljno jamstvo točnosti izvatka (čl. 11. st. (4) Depotbekanntmachung).[1116]

Na izdavanje izvatka o udjelu u zbirnom portfelju – tzv. depozitne potvrde namijenjene ostvarenju prava (njem *Depotbescheinigung zur Rechtsausübung*) - njemačko pravo skrbnika obvezuje i onda kad deponent to zahtijeva radi ostvarivanja svojih prava prema izdavatelju (čl. 6. st. 2. dDepotG).[1117] Uzima se da udjel pripada onome na koga glasi ta potvrda.[1118]

5.2.2 Odgovornost

Za neispunjenje obveza skrbnik i u njemačkom i u austrijskom pravu odgovara po načelu krivnje. Odgovornost skrbnika iziskuje namjeru ili nepažnju njega osobno ili njegovog zakonskog zastupnika odnosno njegovih pomoćnika u ispunjenju (čl. 276. i 278 BGB).[1119] Radi zaštite ulagatelja, zakonske odredbe koje uređuju odgovornost skrbnika za radnje i propuste koje su sami skrivili nisu dispozitivne prirode pa nema mogućnosti ugovornog isključenja ili ograničenja.[1120]

[1115] Kreditne institucije koje pružaju uslugu pohrane i administriranja vrijednosnih papira svojih klijenata podliježu redovitoj reviziji depozitnog poslovanja. Provjerava se pridržavanje ne samo odredaba dDepotG već i odredbe čl. 128. dAktG vezano uz obvezu priopćavanja te odredbe čl. 135. dAktG vezano uz ostvarivanje prava glasa. O tome v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 36 – 37; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.154 *et seq*.

[1116] Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 14 Rd. 32; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 44; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.177; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 170. Organizacija treba biti ustrojena na način da iste osobe ne obavljaju različite poslove (*e.g.* da oni koji rade na pohrani nisu isti oni koji šalju izvatke ili provode internu kontrolu).

[1117] O toj potvrdi podrobnije v. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 40. – 41. Lieder, Jan, *op.cit*. (bilj. 357), str. 131. – 132.

[1118] Za zakonsku fikciju Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 41. Lieder, Jan, *op.cit*. (bilj. 357), str. 132. Zakonodavac očito polazi od toga da je deponent ujedno ulagatelj ili da ima ulagateljevo ovlaštenje.

[1119] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 5; Iznimka je nenaplatna pohrana u smislu odredaba čl. 690. i 277. BGB.

[1120] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 2

Njemačko i austrijsko pravo bitno se ne razlikuju po pitanju odgovornosti skrbnika za štetu uzrokovanu skrivljenim radnjama i propustima podskrbnika. Odgovornost u oba prava prvenstveno ovisi o mjestu gdje su pohranjeni vrijednosni papiri.

Kod podskrbništva u Njemačkoj odnosno Austriji, skrivljene radnje i propusti podskrbnika u svezi s pohranom i administriranjem vrijednosnih papira (i svih drugih osoba koje je skrbnik angažirao radi ispunjenja svojih obveza) padaju na teret skrbnika. Skrbnik koji je prepustio vrijednosne papire na pohranu drugom skrbniku – postavši time međuskrbnik – odgovara za krivnju podskrbnika kao za vlastitu krivnju (čl. 3. st. 2. r. 1. dDepotG; čl. 3. st. 3. r. 1. öDepotG). Provevši GS-pripis u korist svog klijenta, skrbnik preuzima odgovornost prema tom klijentu da će središnji depozitorij (CBF) ispuniti svoje obveze (t. 19(1) SW). Zakonska odgovornost skrbnika za skrivljene radnje i propuste podskrbnika posljedica je zakonodavčevog poimanja podskrbnika kao skrbnikovog pomoćnika u ispunjenju (njem. *Erfüllungshilfe*).[1121] U slučaju skrbničkog lanca to vrijedi za sve njegove karike iznad deponentovog skrbnika.[1122] Što je skrbnički lanac dulji, više je skrbnikovih pomoćnika pa je i njegova odgovornost veća. Zakonska odgovornost skrbnika ni u njemačkom ni u austrijskom pravu ne počiva na normama kogentne naravi. Dispozitivnost zakonskog uređenja skrbnicima omogućuje da ugovorom s deponentom isključe svoju odgovornost za skrivljene radnje i propuste podskrbnika. Oni koji iskoriste tu mogućnost u oba prava odgovaraju samo za primjenu dužne pozornosti prilikom odabira podskrbnika (čl. 3. st. 2. r. 2. dDepotG; čl. 3. st. 3. r. 2. öDepotG). U austrijskom pravu ta mogućnost iskorištena je na razini industrije pa kreditna institucija poduzetniku odgovara samo za pažljivi odabir podskrbnika (t. 69. st. 3. ABB).[1123] Ugovorno ograničavanje zakonske odgovornosti skrbnika na *culpam in eligendo* mijenja ulogu podskrbnika, koji od pomoćnika prerasta u skrbnikovog zamjenika (njem. *Substitution*).[1124] Takav podskrbnik ne pomaže skrbniku da ispuni svoje obveze već ih ispunjava umjesto njega. Prepustivši vrijednosne papire podskrbniku skrbnik se oslobađa obveza prema deponentu, a samim time i odgovornosti za njihovo (ne)ispunjenje. Od skrbnika deponent može samo zahtijevati da ostvari svoja prava iz ugovora s podskrbnikom i da mu prepusti imovinu koje se

[1121] O položaju podskrbnika kao skrbnikovog pomoćnika u njemačkom pravu v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 30, 37. Za odgovornost za pomoćnika u njemačkom pravu v. čl. 278. r. 1. BGB; u austrijskom pravu v. čl. 1313a ABGB.

[1122] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 13

[1123] Po mišljenju *Ire*, nema zapreke da skrbnik iskoristi tu mogućnost kad je deponent potrošač, v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/62.

[1124] Za odgovornost za zamjenika u njemačkom pravu v. čl. 691. r. 2. BGB; u austrijskom pravu v. čl. 1010. ABGB. O zamjeni kao pravnoj figuri na kojoj u austrijskom pravu počiva podskrbništvo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/57; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-7.

time domogao ili da mu ustupi svoju tražbinu prema podskrbniku.[1125] Austrijsko pravo od skrbnika zahtijeva dužni profesionalizam i pozornost prilikom odabira, angažiranja i redovitog nadzora podskrbnika, kao i prilikom ugovaranje pohrane s posebnim osvrtom na stručnost i reputaciju podskrbnika na tržištu te na pravne zahtjeve i tržišne prakse koje su povezane s pohranom i koje mogu utjecati na prava njegovih klijenata (čl. 30. r. 2. WAG 2007). Odgovornost za štetu uzrokovanu nepažljivim odabirom podskrbnika skrbnik ne može otkloniti ugovorom.[1126] Ekskulpirati ga može samo izričita uputa deponenta da vrijednosne papire prepusti na pohranu točno određenom podskrbniku (čl. 3. st. 2. r. 2. dDepotG; čl. 3. st. 3. r. 2. öDepotG). U tom slučaju skrbnik uopće ne provodi odabir pa ne može ni snositi odgovornost za ishod.[1127]

Pitanje ugovorne odgovornosti podskrbnika za štetu koju uzrokuje (među)skrbnikovom deponentu podijelilo je njemačku doktrinu. Izostanak neposrednog ugovornog odnosa s deponentom načelno isključuje podskrbnikovu odgovornost po toj osnovi. Za štetu uzrokovanu povredom ugovora podskrbnik može odgovarati samo onome s kime je taj ugovor sklopio, a to je (među)skrbnik. O odgovornosti podskrbnika moglo bi biti govora samo ako bi se tom ugovoru priznali „zaštitni učinci u korist trećeg“ (njem. *Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter*). Dio doktrine takve učinke ne prepoznaje. Drugi dio ih uočava oslanjajući se na načelo savjesnosti i poštenja.[1128] Pretrpi li deponent štetu krivnjom podskrbnika, *Löber* oštećenika oboružava odštetnim zahtjevom utemeljenom na ugovoru izravno prema štetniku s kojim nije u ugovornom odnosu.[1129] Na stranu dijela doktrine kojem pripada *Löber* staje *Iro*, smatrajući da i po austrijskom pravu podskrbnik može biti obvezan štititi deponenta. Za razliku od *Löbera*, *Iro* takav stav ne temelji na načelu savjesnosti i poštenja već na „presumpciji tuđeg vlasništva“ iz čl. 9. st. 2. öDepotG. Po njegovom mišljenju, znanje da pohranjeni vrijednosni papiri ne pripadaju (među)skrbniku dovoljno je za obvezu podskrbnika prema deponentu da o tim

[1125] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/57
[1126] O odgovornosti za štetu u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/55.
[1127] Deponentov odabir podskrbnika isključuje odgovornost skrbnika ne samo za takav odabir već i za krivnju tako odabranog podskrbnika. Iako odredba čl. 3. st. 3. öDepotG ostavlja prostor za takvo tumačenje, besmisleno bi bilo skrbnika osloboditi odgovornosti za tuđi odabir ako ga se ujedno ne oslobodi odgovornosti za krivnju tuđeg odabranika. Nema razloga da deponent u takvom slučaju bude u drugačijem položaju od onog u kojem bi bio da je vrijednosne papire direktno povjerio podskrbniku. Zbog toga je i aktivno legitimiran eventualni odštetni zahtjev direktno uperiti prema podskrbniku kojeg je odabrao. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/63; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-7.
[1128] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70; Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 6; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn.13; Kod poslova koji se obavljaju masovno (njem. *Massengeschäft*), u što spada i podskrbništvo, bilo bi protivno načelu savjesnosti i poštenja kad se zaštićena sfera ugovora između skrbnika i podskrbnika ne bi protegnula i na deponenta. Osim što skrbnik može štititi individualne imovinskopravne interese deponenta prema podskrbniku, povjerenje u opravdanost podskrbništva u interesu je bankarskog sektora.
[1129] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 3 Rd. 7

vrijednosnim papirima brine kao skrbnik (njem. *Sorgfalts- und Obhutspflichten*) i da postupa sukladno t. 70 *et seq.* ABB.[1130]

Kod podskrbništva u inozemstvu odgovornost njemačkog skrbnika razlikuje se ovisno o tome je li riječ o prekograničnoj žiro zbirnoj pohrani u smislu odredbe čl. 5. st. 4. dDepotG ili o povjereničkoj pohrani u smislu odredbe t. 12(3) SW. Kod prekogranične žiro zbirne pohrane skrbnik odgovara jednako kao kod podskrbništva u Njemačkoj. Lokacija pohranjenih vrijednosnih papira ništa ne mijenja jer su domaći i strani središnji depozitorij uzajamno povezani računom. Ako je u korist svog klijenta proveo GS-pripis, njemački skrbnik odgovara klijentu za radnje i propuste stranog podskrbnika kao da su njegovi. Jednako (*i.e.* kao za vlastitu krivnju) svom klijentu (*i.e.* njemačkom skrbniku) odgovara njemački središnji depozitorij za krivnju stranog središnjeg depozitorija (čl. 3. st. 2. r. 1. dDepotG).[1131] Takvu odgovornost CBF ne može ugovorom isključiti ni ograničiti (čl. 5. st. 4. r. 2. dDepotG). Kod povjereničke pohrane odgovornost skrbnika bitno se razlikuje. Ako je u korist svog klijenta provela WR-pripis, njemačka banka načelno odgovara samo za pažljiv odabir i upute koje je dala stranom skrbniku (t. 19(2) r. 1 SW).[1132] Sužena odgovornost njemačke banke posljedica je njezine ograničene uloge, koja se svodi na prosljeđivanje dobivenog naloga (njem. *weitergeleiteter Auftrag*).[1133] Takva uloga nije rezultat njezine volje već objektivnih okolnosti na koje ne može utjecati.[1134] Samo za pažljiv odabir stranog (pod)skrbnika odgovara i austrijska banka (t. 8. st. 1. r. 2. ABB).[1135] Ako je u inozemstvu pohrana vrijednosnih papira za tuđi račun djelatnost uređena posebnim propisima i podvrgnuta posebnom nadzoru, austrijsko pravo ne dopušta odabir osobe

[1130] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/58

[1131] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 29; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.66; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 311.

[1132] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 147; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.89; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 200. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 419. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 339. Osim toga, kod pohrane vrijednosnih papira u inozemstvu njemački skrbnik nije obvezan ni naplaćivati tražbine s naslova imovinskih prava iz pohranjenih vrijednosnih papira (njem. *Inkassopflichten*) (t. 14(2) SW).

[1133] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 37; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.89; Od instituta zamjene u smislu odredbe čl. 664. st. 1. r. 2. BGB prosljeđivanje naloga razlikuje se po tome što oslanjanje na drugog nije stvar odabira već nužde. O institutu pomoćnika u smislu čl. 278. BGB ne može biti govora jer njemačka banka ne skrbi o vrijednosnim papirima pohranjenim u inozemstvu, već ih samo administrira. O tome v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 339.

[1134] U inozemstvu njemački skrbnik ne može osobno držati vrijednosne papire na pohrani. Da bi mogao pružiti takvu uslugu svom klijentu njemački skrbnik prisiljen je angažirati stranog podskrbnika.

[1135] Osim za pažljivi odabir stranog podskrbnika, u austrijskom pravu domaći skrbnik odgovara i njegov kontinuirani nadzor te za obavještavanje klijenta o događajima relevantnim za vrijednosne papire. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/72. Ako je manjak u zbirnom portfelju nastao krivnjom (pažljivo odabranog) stranog podskrbnika, austrijski skrbnik nije obvezan o svom trošku nadomjestiti uzmanjkale vrijednosne papire ekvivalentnim vrijednosnim papirima, a tražbina njegovog klijenta iz povjereničkog odnosa srazmjerno se smanjuje. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/78.

na koju se ne primjenjuju ti propisi i koja nije obuhvaćena tim nadzorom (čl. 30. st. 2. WAG 2007). Ako se vrijednosni papiri drže u inozemstvu posredstvom više banaka odnosno skrbnika, ograničenje odgovornosti u njemačkom pravu vrijedi samo za strane skrbnike i to pod uvjetom da nije riječ o stranoj poslovnici njemačke banke. Za njemačke dijelove lanca (*i.e.* banke u Njemačkoj i CBF) i svoju poslovnicu u inozemstvu njemačka banka odgovara kao da je riječ o pohrani vrijednosnih papira u Njemačkoj (t. 19(2) r. 2 SW).[1136] Njemačka banka ne odgovara ni zbog *culpae in eligendo et instruendo* ako je odabir i instruiranje prepustila CBF-u. U tom slučaju ni CBF ne odgovara za krivnju stranog skrbnika kojeg je odabrao. Kad su vrijednosni papiri na pohrani kod stranog skrbnika CBF ne nastupa kao središnji depozitorij pa ni ne odgovara kao takav.[1137]

5.3 Američko pravo

5.3.1 Obveze

Intermedijera američko pravo obvezuje poduzimati radnje potrebne za primitak plaćanja ili raspodjele koju je izvršio izdavatelj financijske imovine (§ 8-505(a) r. 1. UCC 1994).[1138] Intermedijer ispunjava tu svoju obvezu postupajući u skladu s ugovorom koji je sklopio s ovlaštenikom (§ 8-505(a)(1) UCC 1994) ili, ako s ovlaštenikom nije sklopio ugovor, primjenjujući dužnu pozornost u skladu s razumnim trgovačkim standardima radi pokušaja primitka plaćanja ili raspodjele (§ 8-505(a)(2) UCC 1994).

Takva plaćanja i raspodjele izdavatelja financijske imovine koje je primio intermedijer nije ovlašten zadržati jer ga američko pravo apsolutno obvezuje da ih proslijedi ovlašteniku (§ 8-505(b) UCC 1994).[1139] Riječ je o jedinoj obvezi koju intermedijer ne može ispuniti postupajući u skladu s ugovorom koji je sklopio s ovlaštenikom ili, ako s ovlaštenikom nije sklopio ugovor, primjenjujući dužnu pozornost u skladu s razumnim trgovačkim standardima. Obveza je apsolutna jer za predmet ima jednostavnu novčanu činidbu.[1140]

[1136] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 30, 38; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 200. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 339.

[1137] Sukladno t. 7. st. 2. općih uvjeta poslovanja CBF-a, CBF u tom slučaju odgovara za pažljiv odabir i nadzor stranog podskrbnika kojem daje nalog. Takvo ograničenje odgovornosti u skladu je s odredbom t. 19(2) r. 1. SW.

[1138] O takvoj obvezi DTC-a v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 49.

[1139] Intermedijera američko pravo ne obvezuje na poduzimanje radnji u slučaju kad izdavatelj zbog *e.g.* stečaja nije izvršio takva plaćanja i raspodjele (pa ih intermedijer nije ni mogao primiti). O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 218. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 186.

[1140] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 220. Kod takvih obveza bespredmetno je govoriti o standardu ispunjenja.

Prava u svezi s financijskom imovinom intermedijer je u američkom pravu obvezan ostvarivati ako ga ovlaštenik na to uputi (§ 8-506 r. 1. UCC 1994). Riječ je o „vlasničkim pravima" (engl. *ownership rights*), među koje spadaju pravo glasa, pravo na konverziju, pravo zahtijevati plaćanje instrumenta koji čini financijsku imovinu i pravo prisilno ostvarivati pravne obveze.[1141] Intermedijer ispunjava tu svoju obvezu postupajući u skladu s ugovorom koji je sklopio s ovlaštenikom (§ 8-506(1) UCC 1994) ili, ako s ovlaštenikom nije sklopio ugovor, omogućujući ovlašteniku da direktno ostvaruje prava ili primjenjujući dužnu pozornost u skladu s razumnim trgovačkim standardima s ciljem postupanja u skladu s uputom ovlaštenika (§ 8-506(2) UCC 1994).[1142] Dok je plaćanja i raspodjele koje izvršio izdavatelj financijske imovine intermedijer obvezan proslijediti već samim time što ih je primio, prava u svezi s financijskom imovinom intermedijer nije obvezan ni ovlašten ostvarivati ako i sve dok mu ovlaštenik ne da odgovarajuću uputu.[1143] Za razliku od izdavateljevih plaćanja i raspodjela kojih se ulagatelj može domoći samo indirektno posredstvom intermedijera, prava u svezi s financijskom imovinom ulagatelj može ostvariti i direktno od izdavatelja ako mu intermedijer to omogući. Radi ostvarivanja prava glasa, intermedijer je obvezan od klijenata zahtijevati uputu za glasovanje ili ih opunomoćiti da sami ostvaruju to pravo direktno od izdavatelja.[1144] Radi ostvarivanja prava na obaviještenost, intermedijer je obvezan izdavatelja vrijednosnih papira na njegov zahtjev pravovremeno obavijestiti o približnom broju svojih klijenata – koristovnih vlasnika tih vrijednosnih papira za koje ih drži (17 CFR § 240.14b-1(b)(1)(i), 17 CFR § 240.14b-2(b)(1)(ii)(A)) te o imenima, adresama i pozicijama u vrijednosnim papirima onih među njima koji se nisu usprotivili otkrivanju tih podataka (17 CFR § 240.14b-1(b)(3)(i), 17 CFR § 240.14b-2(b)(4)(ii)).[1145] Osim toga, intermedijer je obvezan dokumentaciju koju primi

[1141] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 693.
[1142] Od svih svojih zakonskih obveza, samo ovu intermedijer može ispuniti omogućivši ovlašteniku da direktno ostvari svoja prava. Riječ je o obvezi koja za intermedijera može biti nepraktična, jer zahtijeva prisustvo na glavnoj skupštini, ili prekomjerno otegotna, jer angažman u sudskom postupku ne spada u redovno poslovanje intermedijera. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 223. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 50. Obveza neprijeporno nije apsolutna. O tome v. Mooney Jr., Charles W., Private Law and the Regulation of Securities Intermediaries: Perspectives under the Geneva Securities Convention and United States Law, 15 Uniform Law Review, 2010, str. 811.
[1143] Hakes, Russell A., *op.cit.* (bilj. 5), str. 693. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 218.
[1144] Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 31. – 32. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 19. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 22. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 70. – 71. Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1247. Brown, Jr., J. Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 704., 753. Beller Alan L., Fisher, Janet L., *op.cit*. (bilj. 22), str. 7., 24. – 25. Geis, George S., *op.cit*. (bilj. 11), str. 236. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 452.
[1145] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 225. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 269. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 35. Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1244. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 364. – 365. Brown, Jr., J. Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 749. – 750., 755. – 756. Beller Alan L., Fisher, Janet L., *op.cit*. (bilj. 22), str. 6. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 18. *et seq*. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 173. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 453. Takve klijente izdavatelj može direktno kontaktirati.

od izdavatelja u svezi s nadolazećom glavnom skupštinom (engl. *proxy materials*)[1146] pravovremeno proslijediti svojim klijentima – koristovnim vlasnicima vrijednosnih papira (17 CFR § 240.14b-1(b)(2), 17 CFR § 240.14b-2(b)(1)(ii)(A)).[1147]

Za prava svojih ovlaštenika intermedijer je načelno obvezan neprekidno držati stopostotno („jedan za jedan") pokriće.[1148] Ta obveza posljedica je postojanja, a ne pretpostavka nastanka ovlasti na vrijednosne papire.[1149] Intermedijera američko pravo obvezuje da promptno pribavi i nakon toga drži onu količinu financijske imovine koja odgovara ukupnosti svih ovlasti koje je kreirao u korist svojih ovlaštenika u odnosu na tu financijsku imovinu (§ 8-504(a) r. 1. UCC 1994). Tu financijsku imovinu intermedijer može držati neposredno ili posredstvom jednog ili više intermedijera (§ 8-504(a) r. 2. UCC 1994). Prilikom prosudbe ispunjava li intermedijer svoju obvezu u obzir se uzima sva financijska imovina određene vrste i roda koju drži intermedijer, neovisno gdje (*i.e.* na kojem računu vrijednosnih papira) i za koga je drži.[1150] Intermedijer ispunjava svoju obvezu samo ako pribavi i drži financijsku imovinu upravo one vrste i onog roda na koje se odnose ovlasti. Intermedijer krši svoju obvezu čak i ako je vrijednost financijske imovine neke druge vrste ili roda koju drži jednaka ili veća od vrijednosti financijske imovine koju bi trebao držati.

Intermedijer ispunjava obvezu postupajući u skladu s ugovorom koji je sklopio s ovlaštenikom (§ 8-504(c)(1) UCC 1994) ili, ako s ovlaštenikom nije sklopio ugovor, primjenjujući dužnu pozornost u skladu s razumnim trgovačkim standardima s ciljem pribavljanja i držanja financijske imovine (§ 8-504(c)(2) UCC 1994). Budući da – po mišljenju većine - nije riječ o apsolutnoj obvezi, *Facciolo* navodi da intermedijer ne odgovara ovlašteniku za štetu uzrokovanu njezinim neispunjenjem zbog stečaja intermedijera na višoj razini koji

[1146] Tu u pravilu spadaju materijali za glasovanje putem punomoćnika (engl. *proxy statement*), godišnje izvješće (engl. *annual report*), glasački listić (engl. *proxy card*) za upisane dioničare i obrazac upute za glasovanje (engl. *voting instruction form*) za koristovne dioničare.
[1147] Tu dokumentaciju izdavatelj načelno nije ovlašten dostaviti koristovnim vlasnicima direktno već je obvezan u tu svrhu osloniti se na intermedijere. Mogućnost direktne dostave zahvaljujući poznavanju identiteta koristovnih vlasnika ne mijenja na stvari. Iznimka su godišnji financijski izvještaji (17 CFR § 240.14a-13(c)). O tome v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 26. Donald, David C., Disintermediating, *op.cit*. (bilj. 11), str. 18. Donald, David C., Heart of Darkness, *op.cit*. (bilj. 11), str. 18. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 225. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 269. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 35. Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1245. – 1246. Beller Alan L., Fisher, Janet L., *op.cit*. (bilj. 22), str. 5., 7., 9. Za kritiku nemogućnosti direktne dostave te dokumentacije v. Brown, Jr., J. Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 758. – 763., 787.
[1148] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1519. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 490.
[1149] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 49.
[1150] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.272

intermedijer nije mogao predvidjeti.[1151] *Johansson* smatra da bi dopuštenost ugovornog zadiranja u tu obvezu mogla negativno utjecati na prava ulagatelja.[1152]

Obveza održavanja stopostotnog pokrića za ovlasti vrijedi samo kad je riječ o „vrijednosnim papirima koji su u cijelosti plaćeni" (engl. *fully-paid securities*) i o „višku maržnih vrijednosnih papira" (engl. *excess margin securities*), koje intermedijer registriran kao broker-*dealer* drži za svoje klijente (17 CFR § 240.15c3-3(b)(1)).[1153] [1154] Relaksira je intermedijerovo financiranje stjecanja ekvivalentne financijske imovine maržnim zajmom ovlašteniku. Derogirajući odredbu § 8-504(a) UCC 1994 u skladu s odredbom § 8-509(a) UCC 1994, „pravilo o segregaciji" (17 CFR § 240.15c3-3) intermedijera oslobađa obveze da pribavi i nakon toga posjeduje ili kontrolira „maržne vrijednosne papire" (*i.e.* vrijednosne papire kupnja kojih je financirana maržnim zajmom intermedijera ili tzv. vlastitim učešćem ovlaštenika vezanim uz maržni zajam) tržišna vrijednost kojih ne premašuje 140% ukupnog dugovnog salda na klijentovom maržnom računu.[1155] Osim vrijednosnih papira tržišna vrijednost kojih odgovara iznosu neotplaćenog maržnog zajma, intermedijer nije obvezan posjedovati odnosno kontrolirati ni vrijednosne papire, kupljene ovlaštenikovim sredstvima ili otplaćenim maržnim zajmom, tržišna vrijednost kojih doseže 40% iznosa neotplaćenog maržnog zajma.[1156] Postupajući u skladu s „pravilom o segregaciji", koje intermedijeru (*i.e.* davatelju maržnog zajma) dopušta da ono iz čega bi ionako mogao prisilno namiriti svoju tražbinu na otplatu maržnog zajma ne bude u njegovom posjedu odnosno pod njegovom kontrolom, intermedijer

[1151] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 669. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 238. *Contra* Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 401. i Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 686., koji ulagateljevog intermedijera opisuju kao garanta svih intermedijera na višim razinama.

[1152] Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 163.

[1153] Obveza vrijedi bez regulatornog ograničenja kad je riječ o intermedijeru sa statusom banke. O tome v. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 187.

[1154] Višak maržnih vrijednosnih papira označava maržne vrijednosne papire koje broker - *dealer* drži za klijenta, tržišna vrijednost kojih premašuje 140% ukupnog dugovnog salda na klijentovom maržnom računu, za koje broker - *dealer* utvrdi da ne čine maržne vrijednosne papire (17 CFR § 240.15c3-3 (a)(5)). O višku maržnih vrijednosnih papira v. Tepe, George, Broker-Dealer Use Of „Idle" Customer Assets: Customer Protection With Sweep Programs And Securities Lending, Columbia Business Law Review, [Vol. 2016 No. 3:823], str. 840.

[1155] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 694. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 303. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 172. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 367. Joo, Thomas W., *op.cit*. (bilj. 181), str. 1101. Singh, Manmohan, Aitken, James, Deleveraging after Lehman -- Evidence from Reduced Rehypothecation (March 2009). IMF Working Paper No. 09/42, https://ssrn.com/abstract=1366171, str. 4. – 5., 9. – 10. Tepe, George, *op.cit*. (bilj. 1154), str. 839. *et seq*. O značenju pojmova „posjeduje" i „kontrolira" u kontekstu „pravila o segregaciji" v. Jamroz, Michael P., *op.cit*. (bilj. 680), str. 1085. *et seq*.

[1156] Intermedijer koji svom klijentu odobri maržni zajam za kupnju vrijednosnih papira od klijenta u pravilu očekuje da dio vrijednosnih papira kupi nepozajmljenim sredstvima (tzv. vlastitim učešćem). Ni takve vrijednosne papire, kupnju kojih nije financirao zajmom, intermedijer nije nužno obvezan posjedovati odnosno kontrolirati. Osim za vrijednosne papire koji su kupljeni pozajmljenim sredstvima (preciznije rečeno, vrijednost kojih odgovara iznosu zajma), obveza držanja pokrića ne vrijedi ni za dio vrijednosnih papira kupljenih vlastitim učešćem klijenta vrijednost kojih odgovara 40% pozajmljenog iznosa.

suštinski ispunjava obvezu iz odredbe § 8-504(a) UCC 1994, što je dovoljno da ne bude u povredi (§ 8-509(a) UCC 1994).

Američko pravo intermedijeru načelno ne dopušta da financijskom imovinom koju drži za svoje klijente, ispunjavajući time svoju zakonsku obvezu, raspolaže u svom interesu odnosno za svoje potrebe bez njihove suglasnosti.[1157] Osim u mjeri u kojoj ovlaštenik na to pristane, intermedijer ne smije zasnovati pravo radi osiguranja na financijskoj imovini koju je obvezan držati sukladno odredbi § 8-504(a) UCC 1994 (§ 8-504(b) UCC 1994). Ovlaštenik može pristati na takvo raspolaganje tom financijskom imovinom radi osiguranja tražbine bilo koje vrste i iznosa. Zakonsku neograničenost *ratione materiae et valoris* intermedijeri u praksi obilato koriste inzistirajući na blanko pristanku ovlaštenika.[1158] Kršenje zakonske zabrane raspolaganja ne utječe na valjanost stjecanja.[1159]

Zakonska zabrana raspolaganja financijskom imovinom koja je pokriće za ovlasti ne vrijedi za intermedijere koji prema ovlaštenicima imaju tražbinu u svezi s tom imovinom. Postojanje takve tražbine čini raspolaganje tom imovinom u određenoj mjeri dopuštenim. Derogirajući odredbu § 8-504(b) UCC 1994 u skladu s odredbom § 8-509(a) UCC 1994, „pravilo o hipotekaciji" (17 CFR § 240.8c-1 i 17 CFR § 240.15c2-1) ostavlja prostor za zalaganje vrijednosnih papira koje intermedijer drži za svoje klijente radi osiguranja tražbina svojih vjerovnika zbroj kojih ne prelazi ukupan dug svih klijenata vezan uz te vrijednosne papire.[1160] Financijsku imovinu koju je pribavio ispunjavajući obvezu iz odredbe § 8-504(a) UCC 1994 intermedijer smije bez suglasnosti svojih klijenata opteretiti - naoko kršeći obvezu iz odredbe § 8-504(b) UCC 1994 -, ako i u mjeru u kojoj se – da bi je pribavio – zadužio.[1161] Postavljenjem granice na grupnoj umjesto na individualnoj osnovi omogućena je neravnomjerna raspodjela tereta i koristi među ovlaštenicima.[1162] Intermedijera, naime, ništa ne

[1157] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1519. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 489. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 162.
[1158] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 750. – 752. *Hakes* kritizira potpunu slobodu ugovaranja. Po njegovom mišljenju, ovlaštenikova suglasnost može se opravdati samo ako je dana u svrhu zalaganja financijske imovine u korist intermedijerovih vjerovnika, koja je pokriće za ovlasti založene u korist intermedijera. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 222. Tepe, George, *op.cit*. (bilj. 1154), str. 842. Deryugina, Mariya, *op.cit*. (bilj. 906), str. 263., 280. – 281., 283.
[1159] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 245.
[1160] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 664. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 217. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 303. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 174. Deryugina, Mariya, *op.cit*. (bilj. 906), str. 267.
[1161] O uobičajenom načinu financiranju kupnje financijske imovine i njezinom opterećivanju radi osiguranja tražbine za otplatu kredita v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 732., 750. - 751. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 330.
[1162] Za kritiku „pravila o rehipotekaciji" vezano uz iznos duga v. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 686. - 687.

priječi da optereti financijsku imovinu koja otpada na jednog ovlaštenika radi osiguranja tražbine koja prelazi iznos duga tog ovlaštenika. Nije relevantan samo iznos duga već i svrha zaduživanja. Opteretiti takvu imovinu intermedijer smije samo ako se zadužio radi kreditiranja ovlaštenika.[1163] Budući da zakonska zabrana vrijedi za „vrijednosne papire koji su u cijelosti plaćeni", založnim pravom mogu biti obuhvaćeni samo vrijednosni papiri na klirinškom računu (*i.e.* maržni vrijednosni papiri).[1164]

Američko pravo obvezuje intermedijera sa statusom brokera-*dealera* da imovinu koju drži za svoje klijente odvoji od imovine koju drži za sebe (17 CFR § 240.15c3-3).[1165] Različita namjena razlog je za držanje imovine na različitim računima. Osim namjene, razlog za odvajanje izvor je sredstava kojima je plaćena imovina pribavljena za klijente. Ovisno o tome je li zajmom financirao njezinu kupnju, intermedijer je takvu imovinu obvezan držati ili na odvojenom računu (engl. *segregation account*), ako nije pribavljena pozajmljenim sredstvima, ili na klirinškom računu (engl. *clearing account*), ako je pribavljena zajmom koji klijent još nije otplatio.[1166]

Intermedijera američko pravo obvezuje izvršiti ovlasni nalog (engl. *entitlement order*) koji je dala odgovarajuća osoba, ako je imao razumnu priliku uvjeriti se u njegovu istinitost i autentičnost i izvršiti ga (§ 8-507(a) r. 1. UCC 1994).[1167] Intermedijer ispunjava obvezu postupajući u skladu s ugovorom koji je sklopio s ovlaštenikom (§ 8-507(a)(1) UCC 1994) ili, ako s ovlaštenikom nije sklopio ugovor, primjenjujući dužnu pozornost u skladu s razumnim trgovačkim standardima s ciljem izvršenja ovlasnog naloga (§ 8-507(a)(2) UCC 1994). Pojam „ovlasni nalog" označava obavijest priopćenu intermedijeru kojom ga se upućuje na prijenos

[1163] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1519., 1525. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 751. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 489. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 163. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 186.
[1164] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 330., 338. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 732. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 465. Deryugina, Mariya, *op.cit*. (bilj. 906), str. 267.
[1165] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 330., 489. - 490. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 464. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 367. Deryugina, Mariya, *op.cit*. (bilj. 906), str. 267. Za banke v. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 106.,134. Po mišljenju *Chuna*, obveza se tiče načina vođenja vlastitih evidencija, a ne načina na koji imovina treba biti evidentirana kod intermedijera na višoj razini. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 215.
[1166] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 338. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 464. Na odvojenom računu intermedijer je obvezan držati vrijednosne papire za koje je ulagatelj u cijelosti platio kupoprodajnu cijenu.
[1167] Po mišljenju *Hakesa* (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 696.) najsnažnije „stvarno pravo" ovlaštenika proizlazi iz dvije intermedijerove obveze: one izvršavati ovlasne naloge i one postupati po uputama ovlaštenika (§ 8-508 UCC 1994).

ili iskup financijske imovine na koju se odnosi ovlast (§ 8-102(a)(8) UCC 1994).[1168] Za svaki drugi nalog zakon rabi nedefinirani pojam „uputa“ (engl. *direction*). Odgovarajuća osoba je ovlaštenik, nasljednik ovlaštenika ako je on umro, odnosno zakonski zastupnik ovlaštenika, ako on nije poslovno sposoban (§ 8-107(a)(3)-(5) UCC 1994). Osim odgovarajuće osobe osobno, valjani ovlasni nalog može dati i njezin (ugovorni) zastupnik koji je ovlašten prenositi financijsku imovinu za njezin račun, kao i stjecatelj koji kontrolira ovlast temeljem pristanka intermedijera izvršavati njegove ovlasne naloge bez daljnje suglasnosti ovlaštenika (§ 8-107(b)(1)-(2) UCC 1994).[1169] Intermedijera obvezuje i ovlasni nalog koji odgovarajuća osoba nije dala već ga je naknadno odobrila ili je izgubila pravo isticati njegovu nevaljanost (§ 8-107(b)(3) UCC 1994). Ovlasni nalog koji je dao zastupnik ovlaštenika intermedijer je obvezan izvršiti čak i ako je zastupnik prekršio pravo koje se na njega primjenjuje ili obvezu prema ovlašteniku prilikom davanja ovlasnog naloga ili korištenja utrška od transakcije (§ 8-107(c) UCC 1994). Osoba koja daje ovlasni nalog jamči intermedijeru da je odgovarajuća osoba odnosno, ako ovlasni nalog daje kao zastupnik, da je ovlaštena postupati za račun odgovarajuće osobe (§ 8-109(a) UCC 1994).[1170] Intermedijera koji je prenio financijsku imovinu izvršivši nevaljani ovlasni nalog američko pravo obvezuje ponovno kreirati ovlast u korist osobe koja na nju ima pravo i platiti ili doznačiti plaćanje ili raspodjelu koju osoba nije primila zbog pogrešnog prijenosa (§ 8-507(b) r. 1. UCC 1994). Ako to ne učini, odgovara ovlašteniku za štetu (§ 8-507(b) r. 2. UCC 1994).[1171]

Intermedijera američko pravo obvezuje postupiti po uputi ovlaštenika da promjeni ovlast u pravo koje mu pripada slijedom promjene načina držanja vrijednosnih papira ili da ishodi prijenos financijske imovine na ovlaštenikov račun kod drugog intermedijera (§ 8-508 r.

[1168] U pravnoj književnosti ovlasni nalog uspoređuje se s indosamentom i predajom kod vrijednosnih papira na ime o kojima su izdane isprave, odnosno nalogom za prijenos (engl. *instruction to transfer*) kod nematerijaliziranih vrijednosnih papira. O tome v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 694. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 304. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 45. *cf.* Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 8. Iznenađuje *Kuhnova* teza da u čl. 8. UCC nalog nije osnova za raspolaganje posredno držanim vrijednosnim papirima.

[1169] Za tezu da, iako valjan, takav ovlasni nalog ne obvezuje intermedijera jer (ugovorni) zastupnik odgovarajuće osobe nije odgovarajuća osoba v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 219. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 305. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 203. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 239.

[1170] Po mišljenju *Combs*, zakonski zahtjev za takvim jamstvom olakšava intermedijeru ostvarivanje zahtjeva prema davatelju naloga provedba kojeg je dovela do neautoriziranog prijenosa, v. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 409.

[1171] Intermedijer ne može birati između ponovnog uspostave ovlasti i naknade štete. O obeštećenju može biti govora samo ako intermedijer *e.g.* zbog stečaja ne može uspostaviti ovlast. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 220. Za odgovornost intermedijera u tom slučaju v. i Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 995.

1. UCC 1994).[1172] Intermedijer ispunjava tu svoju obvezu postupajući u skladu s ugovorom koji je sklopio s ovlaštenikom (§ 8-508(1) UCC 1994) ili, ako s ovlaštenikom nije sklopio ugovor, primjenjujući dužnu pozornost u skladu s razumnim trgovačkim standardima s ciljem postupanja po ovlaštenikovoj uputi (§ 8-508(2) UCC 1994). Uputa za takvu promjenu ovlasti odnosno za ishođenje prijenosa financijske imovine ovlasni je nalog pa nema zapreke da je, osim ovlaštenika, dade ovlaštenikov ovlašteni zastupnik ili treća osoba pod uvjetom da je ovlaštenik naknadno odobri ili izgubi pravo osporavati njezinu valjanost.[1173]

S izuzetkom obveze proslijediti ovlašteniku primljena plaćanja i raspodjele izdavatelja financijske imovine (§ 8-505(b) UCC 1994), obveze intermedijera iz čl. 8. UCC 1994 nisu apsolutne.[1174] Što konkretno intermedijer treba učiniti da bi ih ispunio, odnosno na koji način ih se intermedijer oslobađa ovisi, u prvom redu, o prisilnopravnim odredbama, potom o ugovoru sklopljenim s ovlaštenikom te, naposljetku, o tome što se u okolnostima konkretnog slučaja smatra primjenom dužne pozornosti u skladu s razumnim trgovačkim standardima radi ispunjenje te obveze odnosno trgovački razumnim načinom.[1175]

Da bi ispunio svoju zakonsku obvezu intermedijer se ne treba nužno striktno držati zakonskog teksta. Ako suštinu zakonske obveze intermedijera (*i.e.* neke od onih iz odredaba § 8-504 – 8-508 UCC 1994) uređuje drugi zakon, propis ili pravilo, intermedijer tu svoju obvezu ispunjava postupajući u skladu s tim zakonom, propisom ili pravilom (§ 8-509(a) UCC 1994).

Glavnine svojih obveza (*i.e.* svih onih koje nisu apsolutne) intermedijer se oslobađa držeći se propisanog ili ugovorenog standarda ispunjenja (engl. *performance standard*). Čak i ako ih intermedijer nije ispunio točno kako u zakonskom tekstu glase, takve obveze prestaju ako je intermedijer poduzeo sve ono što je – prema tom standardu - trebao da bi ih ispunio.[1176] Standard ispunjenja zakonskih obveza intermedijera primarno je u domeni alternativnih izvora prava. Ako i u mjeri u kojoj ga ne odrede drugi zakon, propis ili pravilo, standard ispunjanja pojedine zakonske obveze intermedijer i ovlaštenik mogu odrediti ugovorom. Ako standard nije drugdje propisan niti je ugovoren, intermedijer treba ispunjavati svoje obveze, a ovlaštenik

[1172] O ispunjenju te obveze isporukom isprava o vrijednosnim papirima koje glase na ime ovlaštenika v. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 306.
[1173] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 696.
[1174] Obvezu iz odredbe § 8-505(b) UCC 1994 apsolutnom smatraju *Combs* (Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 401.) i *Law Commission* (LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.212). *Hakes* (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 692) je pak naziva „skoro apsolutnom" (engl. *almost absolute*).
[1175] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 696. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1504. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 201.
[1176] Takav otklon od standarda apsolutne odgovornosti *Rogers* opravdava, osim analogijom s *common law* institutom ostave, mogućnošću nastupa izvanrednih okolnosti koje sprječavaju intermedijera da obavlja uobičajene poslove, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1507.

treba ostvarivati svoja prava na trgovački razuman način (§ 8-509(b) UCC 1994). Obveze poduzimati radnje potrebne za primitak plaćanja ili raspodjele koju je izvršio izdavatelj financijske imovine (§ 8-505(a) r. 1. UCC 1994), ostvarivati prava u svezi s financijskom imovinom sukladno uputama ovlaštenika (§ 8-506 r. 1. UCC 1994), promptno pribavljati i nakon toga držati potrebnu količinu financijske imovine (§ 8-504(a) r. 1. UCC 1994), izvršavati ovlasne naloge odgovarajućih osoba (§ 8-507(a) r. 1. UCC 1994) i postupati po uputama ovlaštenika za promjenom ovlasti u pravo koje mu pripada slijedom promjene načina držanja ili za prijenosom financijske imovine na račun vrijednosnih papira kod drugog intermedijera (§ 8-508 r. 1. UCC 1994) intermedijer ispunjava postupajući u skladu s ugovorom (§ 8-505(a)(1), (§ 8-506(1), § 8-504(c)(1), § 8-507(a)(1), § 8-508(1) UCC 1994) ili, ako s ovlaštenikom nije sklopio ugovor, primjenjujući dužnu pozornost u skladu s razumnim trgovačkim standardima radi njihovog ispunjenja (§ 8-505(a)(2), § 8-506(2), § 8-504(c)(2), § 8-507(a)(2), § 8-508(2) UCC 1994). Po mišljenju *Rogersa*, sintagma „standard trgovačke razumnosti" označava standard profesionalnih skrbnika osnovni poslovni cilj kojih je naplatno pružanje usluga obrade transakcija s vrijednosnim papirima s takvom razinom stručnosti da rizik pogreške ne postoji ili je minimalan.[1177]

Dispozitivnost zakonskog uređenja standarda ispunjanja intermedijerovih obveza i ničim sputana stranačka autonomija izazvali su oprečne reakcije američke doktrine.[1178] Zakonski standard ispunjenja vrijedi ako intermedijer i ovlaštenik ne ugovore drugačije. Ugovoreni standard ispunjenja može biti stroži ili blaži od zakonskog. Intermedijeru američko pravo načelno dopušta da ugovori standard koji od njega ne zahtijeva primjenu dužne pozornosti u skladu s razumnim trgovačkim standardima.[1179] Ako je ovlaštenik na to pristao ugovorom, intermedijer se može osloboditi zakonske obveze čak i ako je – sudeći prema razumnim trgovačkim standardima - bio nepažljiv prilikom nastojanja da je ispuni. Takvu mogućnost *Hakes* otvoreno kritizira.[1180] U pozadini kritike bojazan je od intermedijerove zlouporabe stranačke autonomije na štetu ovlaštenika.[1181] Koristeći se dominantnom pregovaračkom pozicijom, intermedijeri bi ovlaštenicima mogli nametnuti standard koji

[1177] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1507.
[1178] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1503.
[1179] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 696. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 221. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 161., 166. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 202.
[1180] Odredbe § 8-505(a), 8-506, 8-504(a), 8-507(a), 8-508 i 8-509(b) UCC 1994, koje dopuštaju ugovorno isključenje obveze postupanja s dužnom pozornošću, derogiraju kao *legi specialis* odredbu § 1-102(3) UCC 1994, koja to ne dopušta. O tome v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 749.
[1181] Za bojazan izazvanu ugovornom fleksibilnošću v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 748. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1503. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 222. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 250. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 180.

zakonske obveze pretvara u mrtvo slovo na papiru. Takva mogućnost je osobito problematična ima li se u vidu da je ispunjenje tih obveza jedino kako ovlaštenici mogu ostvariti svoja prava.[1182] Posebno je osjetljiv položaj onih ulagatelja koji nemaju dovoljno znanja i iskustva da razumiju posljedice ugovornog odstupanja od onog što proizlazi iz zakona i da pravilno ocijene rizike kojima se izlažu pristajanjem na takvo odstupanje.[1183] Po mišljenju *Hakesa*, zahtjev spram intermedijera za primjenom dužne pozornosti u skladu s razumnim trgovačkim standardima odnosno na trgovački razuman način nije pretjerano otegotan te ga intermedijer ne bi smio isključiti ni ograničiti ugovorom.[1184] Takvu bojazan *Rogers* smatra posve neutemeljenom. Ugovaranjem standarda njihovog ispunjenja, zakonske obveze se – po *Rogersovom* mišljenju - mogu samo razraditi odnosno pobliže urediti.[1185] K tome, zlouporabu stranačke autonomije treba spriječiti zakonska obveza intermedijera postupati u dobroj vjeri prilikom ispunjavanja svega onog na što ih obvezuje zakon ili ugovor (§ 1-203 UCC 1978).[1186] Osim faktičkog poštenja, obveza postupanja u dobroj vjeri zahtijeva pridržavanje razumnih trgovačkih standarda fer poslovanja (§ 8-203(a)(10) UCC 1994).[1187] Ugovaranjem blažeg standarda od zakonskog intermedijer bi prekršio tu svoju obvezu ako bi time onemogućio ovlaštenike da ostvare svoja legitimna očekivanja.[1188] Po mišljenju *Rogersa*, neuklonjivost zahtjeva za primjenom dužne pozornosti u skladu s razumnim trgovačkim standardima odnosno na trgovački razuman način negativno bi se odrazila na spremnost intermedijera sudjelovati u atipičnim skrbničkim odnosima.[1189] Pod određenim okolnostima takav zahtjev kočio bi razvoj skrbničkog poslovanja a da za to ne bi imao opravdanje u zaštiti interesa ulagatelja, voljnih prihvatiti blaži standard ispunjenja intermedijerovih obveza. Od intermedijera se – po mišljenju *Rogersa* – ne može zahtijevati da u (bitno) različitim okolnostima primjenjuju isti stupanj

[1182] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 222. Da bi ostvario svoja prava ulagatelj u najboljem slučaju može računati na intermedijerovu primjenu dužne pozornosti u skladu s razumnim trgovačkim standardima, što nije uvijek dovoljno.
[1183] Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 163., 166. Pozornost *Johansson* usredotočuje na mogućnost ugovorne prilagodbe zakonske obveze pribavljanja i držanja financijske imovine (§ 8-504 UCC 1994).
[1184] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 750.
[1185] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1503., 1507. *Contra* Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 402. Uporište za svoj stav *Rogers* pronalazi u kategoričkoj formulaciji obveza u zakonskom tekstu („intermedijer će"). Po mišljenju *Combs*, intermedijer svoje zakonske obveze može izmijeniti ugovorom sklopljenim s ovlaštenikom.
[1186] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1504. – 1505. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 221. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 302. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 201., 205. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 238. Riječ je o obvezi koju intermedijeri ne mogu ni isključiti ni ograničiti ugovorom.
[1187] Po mišljenju *Rogersa*, zaštita od zlouporabe zakonske mogućnosti ugovaranja standarda ispunjenja razlog je zbog kojeg definicija pojma „dobra vjera" iz odredbe § 8-102(10) UCC 1994 uključuje zahtjev za poštivanjem razumnih trgovačkih standarda fer postupanja, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1505.
[1188] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1508. – 1509. Postupanje intermedijera prosuđuje se s obzirom na svrhu ugovornog odnosa i očekivanja ugovornih strana, pri čemu ulagatelj od intermedijera redovito očekuje poduzimanje svega što je potrebno da se ulagatelj domogne koristi od vlasništva vrijednosnih papira. O tome v. i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 202.
[1189] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1510.

pozornosti ni da pružaju istu razinu usluge.[1190] Ugovarajući blaži standard ispunjenja od zakonskog intermedijer prilagođava apstraktno formulirane obveze posebnostima konkretnog slučaja, koje određuju granice mogućeg i poslovno opravdanog, s ciljem uspostave odnosno očuvanja ugovorne ravnoteže i ravnomjerne raspodjele tereta među ugovornim stranama.

5.3.2 Odgovornost

Za manjak kod intermedijera na višoj razini nad kojim je otvoren stečaj ulagateljev intermedijer može odgovarati samo ako je bio nepažljiv kad ga je birao.[1191]

Intermedijer koji je prenio financijsku imovinu izvršivši valjani ovlasni nalog načelno ne odgovara za štetu nositelju konkurirajućeg prava na prenesenoj financijskoj imovini.[1192] Intermedijer koji je prenio financijsku imovinu izvršivši nevaljani ovlasni nalog odgovara ovlašteniku za štetu koju je pretrpio ako u njegovu korist nije ponovno kreirao ovlast, odnosno nije mu platio ili doznačio plaćanje ili raspodjelu koju nije primio zbog pogrešnog prijenosa (§ 8-507(b) r. 2. UCC 1994).[1193]

Za odgovornost intermedijera nije dovoljno znanje odnosno obaviještenost o konkurirajućem pravu.[1194] Zbog toga što ovlast je (*i.e.* srazmjerno stvarno pravo) i na što se odnosi (*i.e.* sva prava na određenoj financijskoj imovini koju drži intermedijer), pravu svakog ovlaštenika s ovlašću na određenu financijsku imovinu konkuriraju prava svih drugih ovlaštenika s ovlastima na tu financijsku imovinu.[1195] Kad bi znanje o konkurirajućem pravu (*e.g.* ovlasti drugog ovlaštenika) intermedijera lišilo ovlaštenja i oslobodilo obveze izvršiti ovlasni nalog, nijedan ovlaštenik ne bi mogao ostvariti pravo koje za njega proizlazi iz ovlasti niti bi mu intermedijer mogao pružiti uslugu koju od njega očekuje. Obavijesti samozvanih nositelja konkurirajućih prava, kojim ga obavještavanju o njihovom postojanju, intermedijer ne samo što ne treba već ni ne smije uzeti u obzir. Primitak takve obavijesti intermedijera ne lišava ovlaštenja niti ga oslobađa obveza izvršiti ovlasni nalog. O slobodnoj prenosivosti financijske imovine ne bi moglo biti govora ako bi intermedijer, svaki puta kad bi primio takvu obavijest,

[1190] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1510.
[1191] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 238.
[1192] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1497.
[1193] Intermedijer ne može birati između ponovnog kreiranja ovlasti i naknade štete. O obeštećenju može biti govora samo ako intermedijer *e.g.* zbog stečaja ne može kreirati ovlast. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 220. Za odgovornost intermedijera u tom slučaju v. i Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 995.
[1194] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1498., 1500.
[1195] Budući da svakom ovlašteniku pripada idealni dio cjelokupne financijske imovine na koju se odnosi ovlast, prijenos bilo kojeg dijela te financijske imovine nužno tangira prava svih ovlaštenika, a ne samo onog koji je naložio takav prijenos. Iluzorno je govoriti da intermedijer ne zna za postajanje takvih konkurirajućih prava.

trebao zastati s izvršenjem naloga do provjere točnosti njezinog sadržaja.[1196] Interes za brzom i učinkovitom namirom transakcija s financijskom imovinom, koju ovlasnim nalogom inicira odgovarajuća osoba, prednjači u odnosu na interes za zaštitom konkurirajućih prava koja druga osoba polaže na toj financijskoj imovini. Načelnu neodgovornost opravdava i to što kod prijenosa financijske imovine intermedijeri nisu ništa drugo do pukih evidentičara (engl. *ministerial record keeper*), jedini zadatak kojih brza je i točna izmjena stanja upisa u svojim evidencijama kad se za to ispune formalne pretpostavke.[1197]

Odgovornost intermedijera američko pravo uvjetuje izvršenjem naloga nakon što je primio i imao razumnu priliku postupiti po odluci nadležnog suda koja mu to zabranjuje (§ 8-115(1) UCC 1994) ili postupanjem u koluziji prilikom kršenja konkurirajućeg prava (§ 8-115(2) UCC 1994). Sudska odluka o pljenidbi financijske imovine jedina je obavijest treće strane, koja je kadra osujetiti izvršenje za intermedijera inače obvezujućeg naloga. Primitak takve odluke intermedijera lišava ovlaštenja i oslobađa obveze izvršiti nalog. Ogluši li se na sudsku zabranu, i to nakon što je imao razumnu priliku postupiti po primljenoj odluci nadležnog suda, intermedijer odgovara nositelju konkurirajućeg prava za štetu koju mu je time prouzročio. U nedostatku takve sudske odluke, za odgovornost intermedijera potrebna je koluzija s kršiteljem konkurirajućeg prava.[1198] Intermedijer u tom slučaju odgovara, ne zato što je prilikom izvršenja naloga znao za postojanje konkurirajućeg prava ili zato što je prije nego je izvršio nalog primio obavijest takvog sadržaja, već zato što je nalog izvršio znajući da odnosno ne obazirući se što će to rezultirati kršenjem konkurirajućeg prava. Znanje odnosno obaviještenost ne bi bili dovoljni za odgovornost intermedijera.[1199] Osobni doprinos nastanku štete razlog je zašto se intermedijera u tom slučaju tretira kao štetnikovog pomagača.[1200]

[1196] O razlozima koji su u podlozi takvog pravnog uređenja v. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 44. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 699. – 700. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1503. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 62.

[1197] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1500. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 701. Imajući u vidu činjenicu da intermedijeri nisu sudionici na tržištu već dio tržišne infrastrukture, odgovornost im – po mišljenju *Rogersa* - treba biti takva da mogu brzo, jeftino i učinkovito upravljati sustavom posrednog držanja te da se ulagatelji mogu pouzdati da će brzo i bez pitanja ili provjere provesti izmjene u evidencijama po njihovom nalogu.

[1198] Uvjetujući je koluzijom, odgovornost intermedijera poprima iste obrise kao odgovornost izdavatelja, transfernog agenta, voditelja registra ili drugog zastupnika izdavatelja za pogrešan upis prijenosa vrijednosnog papira (§ 8-404, § 8-407 UCC 1994).

[1199] Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 80.

[1200] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1501. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 758.

5.4 Švicarsko pravo

5.4.1 Obveze

Za nekolicinu skrbnikovih obveza u švicarskom pravu postoji izričita zakonska osnova. Riječ je u većini slučajeva o obvezama koje se odnose na pohranu i raspolaganje knjižnim efektima.

Svakog skrbnika švicarsko pravo obvezuje držati dostupno (engl. *available*; njem. *verfügbar*) odgovarajuće pokriće za knjižne efekte njegovih klijenata (čl. 11. st. 1. FISA).[1201] Vrstom i količinom pokriće treba odgovarati knjižnim efektima na računima vrijednosnih papira skrbnikovih klijenata. Skrbnik ga može držati „kod sebe" (engl. *with itself*; njem. *bei sich selber*), ako je jedini skrbnik ili najviša karika skrbničkog lanca (*i.e.* središnji depozitorij), ili kod podskrbnika, ako je bilo koja druga karika skrbničkog lanca.[1202] Osim knjižnih efekata na skrbnikovom računu vrijednosnih papira kod podskrbnika (čl. 11. st. 3. t. a. FISA) i zbirno pohranjenih vrijednosnih papira (bilo da su o njima izdane pojedinačne ili globalne isprave) koje skrbnik drži neposredno te registarskih vrijednosnih prava i jednostavnih vrijednosnih prava upisanih u njegovom glavnom registru (čl. 11. st. 3. t. b. FISA), u dostupno pokriće spadaju i odmah dostupne (engl. *readily available*; njem. *frei verfügbare*) tražbine za isporuku knjižnih efekata prema drugom skrbniku u propisanom ili uobičajenom roku za namiru na relevantnom tržištu, koji nije dulji od osam dana (čl. 11. st. 3. t. c. FISA). Takve tražbine pokriće su kod ugovorne namire, koja se u protivnom ne bi mogla provesti jer bi stvorila manjak tijekom razdoblja između datuma transakcije, kad skrbnik provodi bezuvjetne pripise na račune vrijednosnih papira svog klijenta, i datuma namire, kad podskrbnik (*i.e.* središnji depozitorij) provodi odgovarajuće pripise na skrbnikov račun vrijednosnih papira.[1203] Tijekom tog razdoblja knjižni efekti na računima vrijednosnih papira klijenata nemaju pokriće u knjižnim efektima na skrbnikovom računu vrijednosnih papira, već u tražbinama za njihovu isporuku. Pod uvjetom da se transakcije uredno namire, privremeni nesklad u stanju na računima vrijednosnih papira nestaje na datum namire. Skrbnik može provesti pripis u korist svog klijenta i prije nego što podskrbnik provede pripis u njegovu korist. Za pokriće knjižnih efekata svog klijenta nije nužno da skrbnik ima knjižne efekte već je dovoljno da ih potražuje. Tražbina može biti odmah dostupna pod uvjetom da taj drugi (*i.e.* prenositeljev) skrbnik nije povrijedio obvezu na

[1201] *Ratio legis* zaštita je funkcionalnosti sustava posrednog držanja i imovine skrbnikovih klijenata. O tome v. Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 6; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 190.
[1202] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 7; Fraza „kod sebe" odnosi se na središnji depozitorij.
[1203] Witmer, Jörg, *op.cit.* (bilj. 82), Art. 11 Rd. 46; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 297. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 392; Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 27; O ugovornoj namiri u Švicarskoj v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 103, 106, 126, 190. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 110. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 396. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 460.

isporuku i da je može ispuniti u okviru relevantnog ciklusa namire na određenom tržištu.[1204] Tražbina nije odmah dostupna ne samo po bezuspješnom okončanju ciklusa namire već i tijekom njegovog trajanja zbog razloga koji namiru čine neizvjesnom, poput prava zadržanja ili založnog prava prenositeljevog skrbnika, pravila burze ili sporazuma o obračunu koji priječe isporuku te stečaja prenositeljevog skrbnika ili sudske zabrane prenositeljevom skrbniku da izvrši nalog za isporuku.

Osim držati dostupno pokriće, skrbnika švicarsko pravo obvezuje ukloniti manjak koji se pojavi u zbirnom portfelju.[1205] Ako je količina dostupnih mu knjižnih efekata odnosno vrijednosnih papira manja od količine knjižnih efekata na računima njegovih klijenata, skrbnik je obvezan bez odgode pribaviti knjižne efekte odnosno vrijednosne papire u mjeri u kojoj postoji manjak (čl. 11. st. 2. FISA). Obveza ne ovisi o uzroku nastanka manjka. Skrbnik je treba ispuniti čak i kad je manjak nastao zbog događaja na koji skrbnik nije mogao utjecati (*e.g.* u slučaju protupravne konfiskacije stranih vrijednosnih papira kod podskrbnika u inozemstvu). Neovisnost obveze o uzroku nastanka manjka *Kuhn* kritizira smatrajući takvo obvezivanje skrbnika nepravednim.[1206] O uzroku nastanka manjka ovisiti može način na koji skrbnik treba ispuniti tu svoju obvezu. Kad je to moguće, skrbnik je ispunjava pribavljanjem knjižnih efekata odnosno vrijednosnih papira (čl. 11. st. 2. FISA), bilo tako da ih kupi ili da ih pozajmi. Kad to zbog nelikvidnosti tržišta, stečaja izdavatelja ili nekog sličnog razloga nije moguće, skrbnik uklanja manjak storniranjem pripisa (čl. 28. st. 1. t. a. FISA-e), pod uvjetom da su knjižni efekti još uvijek na računu primatelja i da nisu opterećeni pravom stjecatelja u dobroj vjeri.[1207] Ako je manjak posljedica greške u knjiženju ili izračunu, koja je nastala zbog tehničke nefunkcionalnosti sustava za namiru, ukloniti ga se može samo identificiranjem greške i provedbom ispravnog upisa.[1208] Kupnjom knjižnih efekata odnosno vrijednosnih papira skrbnik takav manjak ne bi uklonio već bi ga samo preselio drugom skrbniku. Manjak time ne bi nestao već bi samo promijenio mjesto koje zauzima u sustavu. Tzv. pogrešna transakcija (engl. *mistrade*) nije tehnička greška. Nju treba stornirati ili sklopiti kontra transakciju koja neutralizira njezine učinke.[1209] Skrbniku švicarsko pravo ne dopušta odgađanje uklanjanja manjka. Skrbnik ne odgađa s uklanjanjem manjka puštajući da protekne dvostruki rok za namiru

[1204] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 48; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 190
[1205] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 11; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 107. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 448.
[1206] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 23
[1207] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 28; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 191
[1208] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 37; Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 461.
[1209] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 37

(*i.e.* dva ciklusa namire) i da prestane obveza primateljevog skrbnika primiti zakašnjelu isporuku.[1210] Budući da mu kao pokriće mogu poslužiti i odmah dostupne tražbine za isporuku knjižnih efekata prema drugom skrbniku u propisanom ili uobičajenom roku za namiru na relevantnom tržištu koji nije dulji od osam dana, skrbnik nije obvezan pribavljati knjižne efekte sve dok te tražbine ne prestanu biti „odmah dostupne". Do tog trenutka ne može biti govora o manjku, koji bi skrbnik bio obvezan ukloniti „bez odgode". Osmodnevni rok relevantan je samo za utvrđivanje pokrića (*i.e.* postoje li tražbine koje ispunjavaju uvjete propisane za pokriće), ne za uklanjanje manjka pribavljanjem knjižnih efekata odnosno vrijednosnih papira.[1211]

Ako je skrbnik središnji depozitorij, među njegove obveze spada i zaštita vrijednosnih papira (o kojima su izdane pojedinačne ili globalne isprave) i vrijednosnih prava.[1212] Ugovorom o pohrani skrbnik preuzima obvezu pokretnu stvar (*i.e.* ispravu o vrijednosnom papiru i globalnu ispravu) koju mu je deponent povjerio primiti i za njega čuvati na sigurnom mjestu (čl. 472. st. 1. OR-a).[1213] Kad je riječ o jednostavnim vrijednosnim pravima, središnji depozitorij koji vodi glavni registar za to izdanje tih jednostavnih vrijednosnih prava obvezan je upisati ih (zajedno s pripadajućim podacima) u taj registar i provesti odgovarajuće pripise na račune vrijednosnih papira svojih članova (čl. 6. st. 1. t. c. FISA).[1214]

Švicarsko pravo skrbnika uvjetno obvezuje da imatelju računa na njegov svakodobni zahtjev isporuči onu količinu vrijednosnih papira određene vrste o kojima se izdane pojedinačne isprave koja je jednaka količini knjižnih efekata te vrste na njegovom računu vrijednosnih papira (čl. 8. st. 1. FISA). Ta obveza skrbnika kontrapunkt je ulagateljevog prava zahtijevati povlačenje takvih vrijednosnih papira s pohrane. Obveza vrijedi pod uvjetom da su vrijednosni papiri na pohrani kod tog skrbnika ili podskrbnika (čl. 8. st. 1. t. a. FISA) ili da je imatelj računa ovlašten od izdavatelja zahtijevati isporuku takvih vrijednosnih papira umjesto globalne isprave ili vrijednosnih prava temeljem kojih su na njegov račun evidentirani knjižni efekti (čl. 8. st. 1. t. b. FISA). Takav zahtjev prema izdavatelju imatelj računa može istaknuti samo ako i u mjeri

[1210] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 34 - 35; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 190; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 449. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 461. U pravnoj književnosti ukazuje se na činjenicu da se većina nenamirenih transakcija ipak namiri sa zakašnjenjem, da i pribavljanje vrijednosnih papira koji manjkaju kupnjom na burzi iziskuje protek roka za namiru te da pravila burze ili tržišne uzance nerijetko nameću primateljevom skrbniku formalnu obvezu primiti zakašnjelu isporuku vrijednosnih papira.
[1211] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 49
[1212] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 14; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 90; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 448.
[1213] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 86 - 87
[1214] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 14 - 15; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 448.

u kojoj ga na to ovlašćuju uvjeti izdanja ili ustrojstveni akt izdavatelja (čl. 7. st. 2. r. 1. FISA).[1215] Isporuku vrijednosnih papira skrbnik treba provesti u skladu s običajima i praksom na tržištu na kojem se trguje tim vrijednosnim papirima (čl. 8. st. 2. FISA). Fraza „na kojem se trguje tim vrijednosnim papirima" znači da oblikom i kvalitetom vrijednosni papiri trebaju ispunjavati zahtjeve relevantnih propisa države u kojoj su izdani i, u slučaju uvrštenja na više uređenih tržišta u toj državi, pravila tih tržišta.[1216] Skrbnik ne smije isporučiti vrijednosne papire imatelju računa prije nego što je teretio njegov račun vrijednosnih papira za istu količinu knjižnih efekata te vrste (čl. 8. st. 3. FISA).[1217]

Švicarsko pravo skrbniku ne dopušta da zadrži (za sebe) imovinu koju je primio za svoje klijente. Takvu imovinu skrbnik je obvezan isporučiti tim svojim klijentima.[1218] Kao i primitak, isporuka se provodi uknjižbom. Ako je podskrbnik proveo pripis na njegov račun, skrbnik je po švicarskom pravu obvezan provesti odgovarajući pripis na račun svog klijenta (čl. 10. st. 1. FISA).[1219] Knjižne efekte sa svog računa vrijednosnih papira skrbnik je obvezan vjerno preslikati na račune vrijednosnih papira svojih imatelja računa. Obvezujući skrbnika na provedbu pripisa švicarsko pravo štiti ulagatelje, kojima o ispunjenju te obveze ovisi stjecanje prava i mogućnost njihovog ostvarivanja.[1220] Pripis na račun vrijednosnih papira svog klijenta skrbnik treba provesti bez odgađanja nakon što ga je podskrbnik obavijestio o provedbi pripisa na njegov račun vrijednosnih papira.[1221] Skrbniku švicarsko pravo ne dopušta da se ogluši na takvu obavijest podskrbnika, ali ga ne priječi da je preduhitri, ostavljajući time prostor za ugovornu namiru.

Sve donedavno švicarsko pravo skrbnike nije obvezivalo na odvajanje imovine koju drže za klijente od vlastite imovine.[1222] Sve knjižne efekte, neovisno drže li ih za sebe ili kao pokriće za knjižne efekte svojih klijenata, skrbnici su mogli legalno držati zajedno na istom

[1215] Po mišljenju *Chuna*, takav zahtjev pripada isključivo ulagatelju, v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 333., 340.
[1216] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 8 Rd. 9
[1217] Prihvati li se ekstenzivno tumačenje odredaba čl. 8. FISA-e, koje zagovara *Ammann*, zabrana upućena skrbniku vrijedi i za isporuku globalne isprave i brisanje vrijednosnih prava iz glavnog registra, v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 8 Rd. 10.
[1218] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 16; Obveza vrijedi isključivo za knjižne efekte koji su skrbniku isporučeni kako bi poslužili kao pokriće za knjižne efekte njegovih klijenata.
[1219] Za odnos te obveze i obveze držati dostupnim odgovarajuće pokriće (čl. 11. FISA) v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 17.
[1220] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 17
[1221] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 22
[1222] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 9, 11; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 91, 101; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 357. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 52. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 459.

zbirnom računu kod podskrbnika.[1223] Danas takva mogućnost više ne postoji.[1224] Kad je riječ o podskrbništvu u Švicarskoj, skrbnike švicarsko pravo obvezuje odvojiti vlastitu imovinu od imovine svojih klijenata držeći ih na različitim računima (čl. 11a. st. 2. r. 1. FISA). Podskrbnike švicarsko pravo obvezuje ponuditi skrbnicima mogućnost odvojenog držanja (čl. 11a. st. 2. r. 2. FISA). Kad je riječ o podskrbništvu u inozemstvu, skrbnike švicarsko pravo obvezuje ugovoriti takvo odvajanje imovine sa stranim podskrbnikom s kojim su u obveznom odnosu (čl. 11a. st. 3. FISA). Ako držanje imovine na različitim računima ne dopušta strano mjerodavno pravo ili ga se u stranoj državi iz operativnih razloga ne može provesti, švicarski skrbnici obvezni su poduzeti mjere koje klijentima pružaju usporedivu zaštitu (čl. 11a. st. 4. FISA). Obveza ne vrijedi ako je podskrbništvo u konkretnoj stranoj državi rezultat: nužde, jer se - zbog karakteristika relevantnih knjižnih efekata ili financijskih usluga koje se na njih odnose - ne može izbjeći (čl. 11a. st. 5. t. a. FISA); ili klijentove pisane upute skrbniku (čl. 11a. st. 5. t. b. FISA). Na odvajanje imovine ovisno o tome kome pripada švicarsko pravo dodatno obvezuje središnji depozitorij i njegove članove.[1225] Središnji depozitorij obvezan je odvojiti: vlastitu imovinu od vrijednosnih papira svojih klijenata (čl. 69. st. 1. t. a. FinfraG); i vrijednosne papire svog klijenta od vrijednosnih papira svih ostalih klijenata (čl. 69. st. 1. t. b. FinfraG). Svojim članovima središnji depozitorij obvezan je ponuditi mogućnost: odvajanje vlastitih vrijednosnih papira od vrijednosnih papira njihovih klijenata (čl. 69. st. 2. t. a. FinfraG); i odabira između zbirnog držanja vrijednosnih papira njihovih klijenata i odvojenog držanja vrijednosnih papira svakog njihovog klijenta (čl. 69. st. 2. t. b. FinfraG). Svakog člana središnjeg depozitorija švicarsko pravo obvezuje: odvojiti vlastitu imovinu, tražbine i obveze od vrijednosnih papira, tražbina i obveza njegovih klijenata (*i.e.* indirektnih članova središnjeg depozitorija) (čl. 73. st. 1. FinfraG); i svojim klijentima ponuditi mogućnost odabira između zbirnog držanja njihovih vrijednosnih papira, tražbina i obveza te odvojenog držanja vrijednosnih papira, tražbina i obveza za svakog od njih (čl. 73. st. 2. FinfraG).

Raspolaganje knjižnim efektima koje skrbnici drže za svoje klijente na računu kod podskrbnika različitom od onog na kojem drže vlastite knjižne efekte podliježe prisilnim zakonskim ograničenjima (čl. 12. st. 3. FISA). Tim knjižnim efektima skrbnici načelno ne smiju raspolagati – bilo da je riječ o sklapanju sporazuma o obračunu s podskrbnikom ili o zasnivanju založnog prava ili prava zadržanja u korist podskrbnika ili druge osobe - bez sudjelovanja

[1223] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 9, 10
[1224] Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 70. *et seq*.
[1225] Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 458.

odnosno suglasnosti svojih klijenata, čiji knjižni efekti bi takvim raspolaganjem mogli ostati bez pokrića.

Švicarsko pravo skrbnika obvezuje izvršavati naloge imatelja računa za raspolaganje knjižnim efektima u skladu s odredbama ugovora koji je s njime sklopio (čl. 15. st. 1. FISA). Budući da se knjižnim efektima raspolaže preknjižbama s jednog računa vrijednosnih papira na drugi, koje provodi skrbnik izvršavajući naloge, pravo imatelja računa davati naloge i obveza skrbnika izvršavati ih u srži su vlasničkih prava imatelja računa.[1226] Aktivna i pasivna legitimacija glede naloga striktno je ograničena zakonom.

U ulogu nalogodavca zakon stavlja isključivo imatelja onog računa vrijednosnih papira na kojem su knjižni efekti kojima se raspolaže. Među aktivno legitimirane doktrina (*Kuhn*, *Beeler*) ubraja i ovlaštene osobe, koje ovlaštenje crpe iz volje imatelja računa, zakona ili odluke suda.[1227] Imatelj računa vrijednosnih papira na kojem su knjižni efekti kojima se raspolaže gubi aktivnu legitimaciju zasnivanjem prava radi osiguranja na knjižnim efektima kontrolnim ugovorom.[1228] U tom slučaju u ulozi nalogodavca, čije naloge je skrbnik obvezan izvršavati, može se pojaviti isključivo primatelj osiguranja. Aktivna legitimacija primatelja osiguranja rezultat je njegove potpune (*i.e.* i pozitivne i negativne) kontrole nad predmetom prava radi osiguranja.[1229] Prepustivši mu kontrolu, davatelj osiguranja prenio mu je i ovlaštenje za davanje naloga skrbniku koji vodi račun vrijednosnih papira na kojem su knjižni efekti kojima se raspolaže. Ograničenje aktivne legitimacije štiti, kako imatelja računa onemogućujući treće neovlaštene osobe da raspolažu njegovom imovinom, tako i skrbnika oslobađajući ga odgovornosti prema trećim osobama za štetu koju su pretrpjeli skrbnikovim neizvršenjem njihovih naloga. Osim zaštite partikularnih interesa neposrednih sudionika transakcije, takvo ograničenje štiti i integritet sustava kao cjeline.[1230]

Nalogoprimac može biti samo skrbnik koji vodi račun vrijednosnih papira na kojem su knjižni efekti kojima se raspolaže.[1231] Ograničenje pasivne legitimacije logična je posljedica načelne nemogućnosti imatelja računa da svoja prava ostvari od bilo koje druge osobe,

[1226] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 21
[1227] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 15 - 19; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 305
[1228] O kontrolnom ugovoru u švicarskom pravu podrobnije *infra*, str. 356. *et seq*.
[1229] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 12
[1230] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 13; *Kuhn* smatra da pravnopolitički temelj tog ograničenja jasnije dolazi do izražaja u odredbi čl. 23. st. 1. Ženevske konvencije, koja može pomoći kod tumačenja tih odredaba FISA-e.
[1231] Usamljenost skrbnika u ulozi nalogoprimca razlikuje nalog iz čl. 15. FISA-e od platnog naloga iz čl. 466. OR-a, koji osim asignatu (*i.e.* primatelju upute, banci koja vodi platiteljev novčani račun) nalogodavac upućuje i asignataru (*i.e.* korisniku upute, primatelju uplate), v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 15 Rd. 11; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 294, 306; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 466.

uključujući podskrbnika (čl. 13. st. 2. FISA). Ograničenje vrijedi i kad je riječ o ulagatelju unatoč tome što je nositelj prava prema izdavatelju.[1232] To što od podskrbnika ne može ostvariti svoja prava ne isključuje mogućnost da imatelj računa od njega ostvaruje prava koja prema njemu ima skrbnik (čl. 399. st. 3. OR).[1233] Skrbnika ništa ne priječi da zakonsku obvezu izvršavanja naloga ograniči ili uvjetuje ugovorom s imateljem računa (*e.g.* postojanjem dovoljnog pokrića na računu, podnošenjem naloga u ugovorenoj formi ili na ugovoreni način).[1234] Skrbnik je nalog obvezan izvršiti pravovremeno i na ispravan način.[1235] Nalog skrbnik izvršava tako da prije isteka ugovorenog ili uobičajenog roka za poslove te vrste tereti račun vrijednosnih papira prenositelja i provede pripis na takav račun primatelja ili, ako ne vodi taj račun, dade isti takav nalog podskrbniku.[1236] Rok počinje teći skrbnikovim primitkom naloga, koji – budući da je riječ o jednostranom očitovanju volje – od tog trenutka proizvodi pravne učinke.

Skrbnika švicarsko pravo ne obvezuje niti ovlašćuje provjeravati pravnu osnovanost naloga (čl. 15. st. 2. FISA). Razlog je taj što je nalog apstraktan. Budući da valjanost naloga ne zahtijeva valjanu pravnu osnovu, skrbnik nije ovlašten odbiti njegovo izvršenje niti snosi odgovornost za njegovo izvršenje iako zna ili bi morao znati za nepostojanje pravne osnove.[1237] Po mišljenju *Ammanna*, skrbnik koji bi odbio izvršiti nalog tvrdeći da je ugovor između prenositelja i primatelja, koji je u podlozi naloga, ništetan ili pobojan odgovarao bi imatelju računa za povredu ugovora.[1238] Oprečnog je mišljenja *Beeler*, koji odgovornim smatra skrbnika koji prije izvršenja naloga imatelja računa ne bi upozorio na nedostatak iz osnovnog odnosa, koji bi mu bio poznat ili mu ne bi smio ostati nepoznat.[1239] Po *Beeleru*, postojanje i opseg ovlaštenja i obveze skrbnika prije izvršenja naloga provjeriti njegovu pravnu osnovu tiču se isključivo skrbnikovog odnosa s imateljem računa, koji uređuje ugovor o depozitu.[1240] Slično

[1232] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 307
[1233] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 33 - 34
[1234] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 23; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 117. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 95. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 318 – 319; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 466. Ti se uvjeti mogu ticati isključivo odnosa među ugovornim stranama i njihovo (ne)pridržavanje ne utječe na valjanost raspolaganja.
[1235] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 12
[1236] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 22; Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 12; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 81 – 82, 299 *et seq.*; Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 104. – 107. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 157; Za slučaj kad isti skrbnik vodi oba računa vrijednosnih papira u literaturi se susreće naziv „kućna" transakcija (engl. *in-house transaction*), odnosno „internalizirana" namira (engl. *internalised settlement*).
[1237] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 27, 28; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 324; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 156; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 466.
[1238] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 12
[1239] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 327; Izvršivši nalog bez upozorenja skrbnik bi postupao protivno interesima imatelja računa koje je – zbog elemenata ugovora o nalogu – obvezan štititi.
[1240] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 326

promišlja *Bärtschi*, po kojem obveza provjere može proizlaziti iz ugovora sklopljenog s imateljem računa ili iz prisilnog propisa primjenjivog na skrbnika (*e.g.* o sprječavanju pranja novca).[1241]

Švicarsko pravo skrbnika obvezuje da imatelju računa na njegov svakodobni zahtjev izda potvrdu o knjižnim efektima na njegovom računu vrijednosnih papira (čl. 16. r. 1. FISA).[1242] Takva potvrda nije vrijednosni papir (čl. 16. r. 2. FISA). Ona ne predstavlja pravo niti sadrži tzv. „vrijednosnopapirsku" klauzulu (engl. *securities clause*) koja bi s njom povezala pravo na koje se odnosi, uvjetujući ostvarenje ili prijenos prava njezinim podnošenjem odnosno predajom.[1243] Učinak takve potvrde isključivo je *ad probationem*. Ona samo svjedoči da je u vrijeme njezinog izdavanja određena količina knjižnih efekata određene vrste i roda bila na računu vrijednosnih papira imatelja tog računa.[1244] Budući da se izdaje isključivo u korist imatelja računa i da služi njegovom informiranju, imatelj računa nije obvezan provjeriti njezinu točnost niti snosi eventualne štetne posljedice ako to ne učini.[1245] Iako se potvrdom imatelj računa može legitimirati prema izdavatelju, izdavatelj se ne može pouzdati da je donositelj potvrde nositelj na njoj evidentiranog prava.[1246] Ulagatelj može, stoga, zahtijevati ostvarenje prava za koje tvrdi da mu pripadaju bez podnošenja potvrde, kao što izdavatelj može zahtijevati drugi dokaz da prava pripadaju toj osobi i da je upravo ona ovlaštena zahtijevati njihovo ostvarenje.

Skrbnika švicarsko pravo obvezuje voditi evidencije o pravima svojih klijenata na sustavan način.[1247] Povrh toga, skrbnik je obvezan svakodnevno – na početku i na kraju radnog

[1241] Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1078.
[1242] Za raspravu o tome trebaju li takvu potvrdu moći ishoditi svi imatelji računa ili samo ulagatelji i o rizicima (ponajprije za izdavatelje) povezanim s izdavanjem takvih potvrda svim imateljima računa v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 336.
[1243] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 16 Rd. 12
[1244] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 16 Rd. 13; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 164; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 117. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 691 - 692
[1245] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 16 Rd. 14
[1246] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 16 Rd. 15; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 456. Za raspravu o ulozi potvrde kod legitimiranja ulagatelja prema izdavatelju v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 100, koji potvrdi uskraćuje legitimacijski učinak prema izdavatelju; *contra* Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 336., 342., koji smatra da je kod vrijednosnih papira na donositelja ta potvrda jedini način na koji izdavatelj može identificirati ulagatelja. *Cf*. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 117., koji navode da ta potvrda stupa na mjesto legitimacijske funkcije vrijednosnih papira. Da se tom potvrdom dokazuje legitimacija prema izdavatelju smatra i Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1077.
[1247] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 53

dana - sravnjivati svoje evidencije s evidencijama podskrbnika radi utvrđivanja eventualnog manjka.[1248]

Obveze skrbnika povezane s administriranjem u švicarskom pravu u većini slučajeva ne proizlaze iz zakona, već iz tržišnih običaja i ugovora. Sastavni dio redovnog poslovanja većine švicarskih skrbnika obrada je korporativnih akcija i obavljanje ostalih administrativnih poslova vezanih uz knjižne efekte na računima vrijednosnih papira njihovih klijenata. Među takve obveze skrbnika, koje nemaju izričito uporište u zakonu, spada *e.g.* primitak i prosljeđivanja novčanog iznosa koji je izdavatelj vrijednosnih papira isplatio s naslova kamata, glavnice ili dividende.[1249]

Skrbnika koji je teretio račun vrijednosnih papira švicarsko pravo obvezuje na storniranje terećenja u zakonom taksativno pobrojanim slučajevima.

Skrbnik je, u prvom redu, obvezan stornirati terećenje koje je proveo bez naloga (čl. 27. st. 1. t. a. FISA) ili na temelju neispravnog naloga (čl. 27. st. 1. t. b. FISA). Do terećenja računa bez naloga može doći zbog operativne greške skrbnika ili prijevarnog postupanja skrbnikovih zaposlenika.[1250] Skrbnik može teretiti krivi račun, može višestruko teretiti ispravni račun, a može i ispravni račun teretiti za pogrešnu količinu ili vrstu vrijednosnih papira.[1251] Među neispravne spadaju *inter alia* ništetni nalozi (čl. 27. st. 1. t. b.1. FISA). Nalog je ništetan ako ga se ne može izvršiti, ako nije zakonit ili ako je protivan dobrim običajima (čl. 20. st. 1. OR). Ne može se izvršiti nalog koji se odnosi na vrijednosne papire koji nisu valjano izdani ili na transakciju koju je burza poništila.[1252] Za storniranje relevantna je (ne)zakonitost odnosno (ne)mogućnost izvršenja naloga, a ne temeljnog pravnog posla radi provedbe kojeg je nalog dan.[1253] Neispravan je i nalog koji ne potječe ni od imatelja računa ni od njegovog zastupnika (čl. 27. st. 1. t. b.2. FISA). Terećenje koje je skrbnik obvezan stornirati može bi posljedica krivotvorenja ili neovlaštene izmjene naloga, kao i davanja naloga od strane *falsus procuratora*

[1248] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 39; O važnosti sravnjivanja v. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 67., koji ga smatra glavnom obvezom skrbnika.
[1249] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 33 Rd. 13; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 86 - 87; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 341.
[1250] Kuhn, Hans, *op.cit.* (bilj. 5), Art. 27 Rd. 7
[1251] Kuhn, Hans, *op.cit.* (bilj. 5), Art. 27 Rd. 7, 9; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 519; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 477.
[1252] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 14, 17; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 171
[1253] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 21; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 313, 520

ili poslovno nesposobnog imatelja računa.[1254] Neispravan je i nalog koji je imatelj računa pravovremeno opozvao (čl. 27. st. 1. t. b.3. FISA). Imatelj računa može opozvati nalog u roku iz ugovora sklopljenog sa skrbnikom ili iz pravila sustava za poravnanje i namiru (čl. 15. st. 3. r. 1. FISA). Nalog imatelj računa ne može opozvati nakon što ga je skrbnik izvršio tereteći njegov račun vrijednosnih papira (čl. 15. st. 3. r. 2. FISA).[1255] Skrbnik je obvezan stornirati terećenje samo ako je obavijest imatelja računa o opozivu naloga primio prije nego što je teretio njegov račun vrijednosnih papira. Nalog je neispravan i ako je poništen zbog mane volje (čl. 27. st. 1. t. b.4. FISA). Među taksativno pobrojane razloge za pobojnost naloga spadaju zabluda (čl. 24. st. 1. – 3. OR-a), pogreška u prijenosu (ponude ili njezinog prihvata) (čl. 27. OR), prijevara (čl. 28. OR-a) i prinuda (čl. 29. OR-a).[1256] Mana volje treba se odnositi na nalog, a ne na ugovor koji mu stoji u podlozi. Ona koja se odnosi na ugovor ne utječe na valjanost i učinak naloga koji je jedna ugovorna strana dala radi ispunjenja svoje ugovorne obveze. Ako se zbog mane volje poništi taj ugovor, imatelj računa ima kondikcijski zahtjev, a ne pravo na storniranje terećenja.[1257] Poništenje naloga zbog mane volje djeluje *ex tunc*.[1258]

Obveza skrbnika stornirati terećenje koje je proveo bez naloga (čl. 27. st. 1. t. a. FISA) ili na temelju neispravnog naloga (čl. 27. st. 1. t. b. FISA) nije apsolutna. Takvo terećenje skrbnik je obvezan stornirati samo ako prilikom njegove provedbe nije primijenio dužnu pozornost.[1259] Da je bio pažljiv, skrbnik ne bi teretio račun znajući da za to nema osnove u (ispravnom) nalogu imatelja računa ili njegovog zastupnika. Skrbnik nije obvezan stornirati terećenje ako dokaže da za nepostojanje ili neispravnost naloga nije znao niti je, unatoč

[1254] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 22
[1255] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 37; *Cf.* Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 338 – 339, koji neopozivost naloga ne veže uz sam čin terećenja. Po njegovom mišljenju, nalog se izvršava tek provedbom pripisa na stjecateljev račun vrijednosnih papira, ako je riječ o tzv. „kućnoj transakciji, odnosno protekom ugovorenog roka za opoziv naloga danog podskrbniku, ako nije riječ o tzv. „kućnoj transakciji". O mogućnosti ugovaranja duljeg roka za opoziv naloga (*i.e.* nakon provedbe terećenja) v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 33; Slično i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 340 - 341.
[1255] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 341
[1256] Osim što mora biti bitna, zabluda mora biti subjektivna iz perspektive imatelja računa i objektivna iz perspektive osobe koja primjenjuje razumne trgovačke standarde. Zabluda se može odnositi na vrstu transakcije (lat. *error in negotio*), identitet objekta ili osobe (lat. *error in objecto vel persona*) ili količinu (lat. *error in quantitate*). Zabluda o motivu ili osnovi nije valjani razlog za storniranje terećenja. S druge pak strane, terećenje se može stornirati čak i kad je zabluda rezultat nepažnje imatelja računa, ako je skrbnik za nju znao ili morao znati. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 43 – 44. O nemogućnosti storniranja terećenja zbog zablude o motivu ili osnovi v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 522 – 527.
[1257] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 41
[1258] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 42
[1259] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 5

poduzimanju razumnih mjera i postupaka, morao znati (čl. 27. st. 2. r. 2. FISA).[1260] Budući da mu se krivnja presumira, skrbnik treba dokazati da je poduzeo sve što je u danim okolnostima trebao da ne dođe do terećenja računa bez naloga ili na temelju neispravnog naloga.[1261] Skrbnik odgovara kao poslovođa (njem. *Geschäftsherr*) za štetu koju uzrokuju njegovi zaposlenici i drugi pomoćnici prilikom obavljanja poslova ili pružanja usluga ako ne dokaže da je primijenio pozornost koja je u tim okolnostima potrebna za sprječavanja nastanka štete te vrste, odnosno da bi šteta nastala i da je primijenio takvu pozornost (čl. 55. st. 1. OR).[1262] Po mišljenju *Kuhna*, nije izgledno da se, dokazujući vlastito postupanje s dužnom pozornosti, skrbnik može osloboditi obveze stornirati terećenje koje je proveo bez naloga.[1263] Ulaganje napora u takvo dokazivanje svrhovito je samo kod terećenja provedenog na temelju neispravnog naloga. Ako skrbnik nije obvezan stornirati terećenje koje je proveo bez naloga ili na temelju neispravnog naloga, imatelj terećenog računa može kondikcijskom tužbom direktno od stjecatelja zahtijevati prijenos knjižnih efekata koje je ovaj bez osnove stekao pripisom na svoj račun.[1264] Ako je obvezan stornirati terećenje računa svog klijenta, o sadržaju ugovora s podskrbnikom ovisi ima li skrbnik pravo na storniranje terećenja svog računa. Po mišljenu *Kuhna*, takvo pravo postoji samo kad ga se ugovori.[1265] Teret dokaza da je skrbnik teretio račun vrijednosnih papira bez naloga ili na temelju neispravnog naloga snosi imatelj terećenog računa (čl. 27. st. 2. r. 1. FISA).

[1260] Skrbnik snosi rizik krivotvorenja naloga samo ako je krivotvorinu mogao otkriti primjenom razumnih mjera i postupaka. Terećenje provedeno na temelju naloga koji je dao pravno nesposobni imatelj računa skrbnik nije obvezan stornirati ako dokaže da nije znao niti je morao znati za pravnu nesposobnost imatelja računa. Iako su smrt, prestanak postojanja, gubitak pravne sposobnosti i otvaranje stečaja zakonom propisani razlozi za njezin prestanak, punomoć opstaje ako je tako ugovoreno ili ako to proizlazi iz prirode posla. Ako je pravni posao (*e.g.* kupoprodaja vrijednosnih papira) sklopljen prije nastanka razloga za prestanak punomoći, pretpostavlja se da je u interesu imatelja računa da se nalog dan u svezi s pravnim poslom izvrši, makar do izvršenja dođe nakon prestanka punomoći. Ako skrbnik izvrši nalog za prijenos knjižnih efekata koji nisu bili na računu imatelja računa - nalogodavca, ne odgovara ako je s imateljem računa sklopio ugovor o zajmu vrijednosnih papira ili ako dokaže posebne okolnosti poput onih da je imatelj računa već ranije poduzimao „kratke prodaje" (engl. *short sales*). U slučaju da je imatelj računa skrivio grešku u nalogu, a skrbniku je greška promakla pa je izvršio neispravni nalog, odgovornost je podijeljena između imatelja računa i skrbnika. Podrobnije v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 25, 36, 30, 70, 72.

[1261] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 66, 67; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 534; Skrbnik treba uzeti u obzir sve relevantne činjenice da otkrije eventualnu grešku i razumije nalog u skladu s pravom namjerom imatelja računa. Ako skrbnik smatra da je nalog nejasan, neprikladan ili proturječan drugim nalozima koje je primio, obvezan je nedoumice otkloniti u suradnji s imateljem računa. Zbog količine transakcija s vrijednosnim papirima i trenda njihove automatizacije, skrbnik je obvezan uspostaviti sustav i procese koji omogućuju otkrivanje očito neispravnih naloga.

[1262] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 66

[1263] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 13; O maloj praktičnoj važnosti te mogućnosti v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 477.

[1264] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 65; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 199. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 478. Takva tužba ima izgleda za uspjeh samo ako stjecatelj ne uživa zaštitu utemeljenu na poštenju.

[1265] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts Arts. 27 - 28 Rd. 25

Povrh terećenja koje je proveo bez naloga (čl. 27. st. 1. t. a. FISA) ili na temelju neispravnog naloga (čl. 27. st. 1. t. b. FISA) skrbnik je obvezan stornirati terećenje koje je proveo na temelju ispravnog naloga, ako pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira nije u skladu s nalogom ili ako nije proveden u uobičajenom roku za namiru (čl. 27. st. 1. t. c. FISA).[1266] Za razliku od ostalih slučajeva u kojima je obvezan stornirati terećenje, u ovom slučaju obveza skrbnika nije posljedica vlastite radnje ili propusta. Prenositeljev skrbnik obvezan je stornirati terećenje jer stjecateljev skrbnik nije pravovremeno (*i.e.* u roku uobičajenom za namiru) ili pravilno (*i.e.* u skladu s prenositeljevim nalogom njegovom skrbniku) proveo pripis. Transakcija s vrijednosnim papirima nije se (uredno) namirila iako je prenositelj svom skrbniku dao ispravni nalog za terećenje, koji je potonji izvršio dajući jednaki takav nalog podskrbniku.[1267] Na storniranje terećenja skrbnika u ovom slučaju obvezuje radnja ili propust neke druge karike skrbničkog lanca.[1268] Rok za namiru uvelike ovisi o tržišnoj praksi. Za razliku od transakcija sklopljenih na burzi između direktnih članova sustava za poravnanje i namiru (SECOM), koje se namiruju unutar tri dana od sklapanja, u prekograničnim transakcijama u kojima sudjeluje s veći broj skrbnika taj rok može se protegnuti i na nekoliko tjedana.[1269] Iako tako proizlazi iz zakonskog teksta, skrbnik nije obvezan stornirati terećenje nakon provedbe zakašnjelog pripisa koji odgovara nalogu.[1270] Storniranju terećenja koje je provedeno u skladu s nalogom nema mjestu ni kad je pripisana veća količina vrijednosnih papira od one koja je navedena u nalogu.

Obveza skrbnika stornirati terećenje jer pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira nije proveden u skladu s nalogom ili u uobičajenom roku za namiru (čl. 27. st. 1. t. c. FISA) spada među apsolutne. Tu svoju obvezu skrbnik treba bez zadrške ispuniti.[1271] Ne može je se osloboditi dokazujući vlastito postupanje s dužnom pozornošću.[1272] U tom slučaju skrbnik je

[1266] Za raspravu o primjeni te odredbe, tumači li je se gramatički, imajući u vidu uobičajenu praksu ugovorne namire transakcija na švicarskom tržištu v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 191. U tom slučaju, u kojem pripis i namira ne koincidiraju, nepravovremen nije pripis (koji se provodi prije isteka roka za namiru) već namira (ako je provedena nakon isteka roka za namiru).
[1267] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 47; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 529; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 478.
[1268] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 4, 47; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 530
[1269] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 54
[1270] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 531
[1271] U pravnoj književnosti spominje se iznimka od tog pravila, po kojoj prenositeljev skrbnik može izbjeći terećenje dokazom pravovremene provedbe odgovarajućeg pripisa u korist stjecateljevog skrbnika. Propust potonjeg da pravovremeno provede odgovarajući pripis u korist svog klijenta ne bi trebao pasti na teret prenositeljevog skrbnika, v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 75; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 546.
[1272] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 5, 47; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 534; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 175

obvezan stornirati terećenje čak i ako ništa (*i.e.* ni terećenje ni nepravovremeni odnosno nepravilni pripis) nije skrivio.[1273] Iz apsolutne obveze stornirati terećenje proizlazi objektivna odgovornost skrbnika za uredno namirenje transakcije.[1274] Opravdanje za takvo obvezivanje skrbnika doktrina pronalazi u njihovom jedinstvenom položaju, koji im omogućuje procjenu rizika povezanih s transakcijom.[1275] Osim što ih može procijeniti, skrbnik tim rizicima može bolje upravljati odnosno te rizike bolje izbjegavati nego imatelj računa.[1276] Zbog inferiornog položaja, putativni prenositelj ne treba ostati bez knjižnih efekata, ako se – zbog toga što se transakcija nije uredno namirila – ujedno nije oslobodio obveze prema putativnom stjecatelju. Objektivna odgovornost za uredno namirenje transakcije ne znači nužno da prenositeljev skrbnik u konačnici trpi svu štetu uzrokovanu neurednim namirenjem transakcije. Skrbnik koji je stornirao terećenje računa svog klijenta, jer pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira nije proveden u skladu s nalogom ili u uobičajenom roku za namiru, načelno ima pravo na storniranje terećenja njegovog računa kod podskrbnika.[1277] Realizacijom tog prava odgovornost se prevaljuje duž skrbničkog lanca dok ne dosegne onog tko je treba snositi. Štetu povezanu s neurednim namirenjem transakcije trebao bi u konačnici podnijeti onaj skrbnik koji je skrivio radnju ili propust zbog kojeg se transakcija nije (uredno) namirila.[1278] Takvo prevaljivanje odgovornosti ne može se uvijek provesti u praksi. Provedbu nerijetko onemogućuju ugovorna ograničenja ili isključenja prava na storniranje (čl. 27. st. 5. FISA-e), primjena stranog mjerodavnog prava koje skrbnika ne obvezuje stornirati terećenje ili stečaj skrbnika.[1279] Ne uspije li svaliti odgovornost na drugog skrbnik trpi štetu iako nije skrivio radnju ili propust koja ju je uzrokovala. Teret dokaza da je pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira nije proveden u skladu s nalogom ili u uobičajenom roku za namiru snosi također imatelj terećenog računa.[1280]

[1273] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 47, 73; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 534; Skrbnik nije skrivio terećenje jer ga je proveo na temelju ispravnog naloga. Ako nije ujedno stjecateljev skrbnik, prenositeljev skrbnik ne može biti kriv za nepravovremeni odnosno nepravilni pripis, jer ga on ne provodi.

[1274] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 49, 73; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 545

[1275] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 5, 49; Skrbnik je taj koji ima pristup sustavima za poravnanje i namiru, koji odabire podskrbnika i koji poduzima korake potrebne za povrat pogrešno raspoređenih vrijednosnih papira. Po mišljenju *Kuhna*, skrbnik je jedini pozicioniran tako da može nadgledati i kontrolirati skrbnički lanac koji je uključen u prijenos knjižnih efekata od jednog ulagatelja drugome. O tome v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 478.

[1276] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 74

[1277] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 26, Art. 27 Rd. 50; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 175

[1278] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 50, 76; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 179; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 481.

[1279] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 50; Ako je imatelj računa skrbnik ili kvalificirani ulagatelj, skrbnik može ugovoriti isključenje ili ograničenje prava na storniranje terećenja. Zbog takvog rizika za skrbnika *Kuhn* smatra da važeće zakonsko uređenje nije optimalno za transakcije koje se namiruju posredstvom više skrbnika, v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 28.

[1280] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 533

Obveze stornirati terećenje u zakonom pobrojanim slučajevima skrbnik se načelno ne može osloboditi niti je može ograničiti ugovorom sklopljenim s imateljem računa. Zakonsko uređenje te skrbnikove obveze kogentne je naravi. Iznimno, švicarsko pravo skrbnicima dopušta da svoju obvezu ugovorom urede drugačije nego što je uređuje zakon kad je imatelj računa kvalificirani ulagatelj (čl. 27. st. 5. FISA). Među kvalificirane ulagatelje spadaju skrbnici, osiguravajuća društva podvrgnuta prudencijalnom nadzoru, osobe javnog prava, mirovinski fondovi i društva s profesionalnom riznicom (čl. 5. t. d. FISA). Osim što se kvalificirani ulagatelji mogu odreći prava na storniranje terećenja, skrbnik im može prevaliti odgovornost i isključiti ili ograničiti njihovo pravo na naknadu štete nastale pogrešnim izvršenjem naloga. Iako to izrijekom ne proizlazi iz zakonskog teksta, doktrina skrbnicima dopušta ugovaranje „verifikacijske klauzule“, koja pravo imatelja računa da prigovori terećenju ograničava prekluzivnim rokom, i kad imatelj računa nije kvalificirani ulagatelj.[1281]

5.4.2 Odgovornost

Odgovornost skrbnik za štetu koju imatelj računa pretrpi u svezi s pohranom ili prijenosom knjižnih efekata uređuju odredbe švicarskog obveznog prava, ako drugačije ne proizlazi iz odredaba čl. 33. FISA-e (čl. 33. st. 1. FISA). Za vlastite radnje i propuste skrbnik odgovara prema općim pravilima o odgovornosti za štetu (osobito čl. 97. *et seq*. i čl. 398. *et seq* OR-a).[1282] Riječ je o odgovornosti zbog skrivljene povrede obveze koju je skrbniku nametnuo zakon ili tržišni običaj, odnosno koju je sam preuzeo ugovorom.[1283] Skrbnikove obveze, stoga,

[1281] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 86

[1282] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 1, 9; Odredbe čl. 33. FISA-e „drugačije ne određuju“ odgovornost skrbnika za štetu uzrokovanu vlastitim radnjama i propustima. Kad je pak riječ o odgovornosti za zamjenika, odgovornost skrbnika iz čl. 33. st. 2. FISA-e razlikuje se od odgovornosti nalogoprimca iz čl. 399. st. 2. OR-a. Za razliku od nalogoprimca, skrbnik može isključiti odgovornost za krivnju kod odabira, davanja naloga i provedbe nadzora ako je imatelj računa izrijekom odredio podskrbnika protivno savjetu skrbnika. Za razliku od skrbnika, nalogoprimac ne odgovara za krivnju prilikom provedbe nadzora. O tome v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 24

[1283] O tome v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 13; Pod skrbništvom u smislu odredbe čl. 33. st. 1. FISA *Ammann* (Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 11, 14) podrazumijeva upravljanje računom na kojem su knjižni efekti (*i.e.* provedbu točnih upisa, bilo da je riječ o pripisima na račun i terećenjima računa ili točnoj provedbi storniranja). Skrbništvo nematerijaliziranih vrijednosnih papira u smislu odredbe čl. 33. st. 1. FISA-e, po njemu, obuhvaća upis vrijednosnih papira u skrbnikov glavni registar i pripis na jedan ili više računa vrijednosnih papira.

nisu „obveze cilja“.[1284] Skrbnik ih treba ispunjavati primjenjujući dužnu pozornost.[1285] Je li skrbnik u konkretnom slučaju dovoljno pažljiv prosuđuje se – sukladno stajalištu švicarske judikature – objektivno, imajući u vidu ponašanje poštenog nalogoprimca u istim okolnostima, a zanemarujući osobine i mogućnosti konkretnog skrbnika.[1286] Ako za skrbnike vrijede posebna pravila ponašanja, nepridržavanje tih pravila ukazuje na nepažnju. Po mišljenju *Ammanna*, takvu prosudbu treba provesti oslanjajući se na zakon i ugovor o računu.[1287] Osim što se ugovorom redovito obvezuje postupati s pozornošću koju primjenjuje kad je riječ o vlastitoj imovini (*quam in suis*), od skrbnika se očekuje onaj stupanj pozornosti koji je potreban da bi nalog izvršio na učinkovit i prikladan način koji dovodi do ispravnog ispunjenja ugovora (čl. 398. OR-a). Skrbnik ne odgovara ako dokaže da je neispunjenje ili neispravno ispunjenje rezultat okolnosti za koje skrbnike općenito nije razumno smatrati odgovornim.[1288]

U švicarskom pravu skrbnik načelno ne odgovara za skrivljene radnje i propuste podskrbnika, kojem je u skladu s ovlaštenjem prepustio vrijednosne papire na pohranu. Načelna neodgovornost posljedica je poimanja podskrbnika kao skrbnikovog zamjenika.[1289] Podskrbnik u većini slučajeva ne pomaže skrbniku da ispuni svoje obveze već ih ispunjava umjesto njega. O pomaganju ne može biti govora ako podskrbnik nije organizacijski povezan sa skrbnikom, odnosno ako mu skrbnik vrijednosne papire ne prepušta na pohranu u vlastitom interesu.[1290] Skrbnik, koji je ovlašten vrijednosne papire prepustiti na pohranu podskrbniku, odgovara samo za primjenu dužne pozornosti pri odabiru podskrbnika i davanja naloga podskrbniku te pri provjeri ispunjava li podskrbnik još uvijek kriterije za odabir (čl. 33. st. 2. FISA). Prije nego što odabere podskrbnika skrbnik se treba uvjeriti u njegovu sposobnost da uslugu pruži sigurno,

[1284] Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 107. Po svemu sudeći, iznimka je skrbnikova obveza stornirati terećenje zbog toga što pripis nije proveden pravovremeno ili u skladu s nalogom (čl. 27. st. 1. t. c. FISA). *Cf*. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit.* (bilj. 5), str. 96., koja objektivnom smatra skrbnikovu odgovornost za ispunjenje obveze bez odgode pribaviti knjižne efekte odnosno vrijednosne papire u mjeri u kojoj postoji manjak (čl. 11. st. 2. FISA).

[1285] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 16

[1286] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 18; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 107.

[1287] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 16

[1288] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 18

[1289] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 102; Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 456. O tome u kontekstu podskrbništva u inozemstvu v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 125.

[1290] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 3, 20 - 21; Švicarska judikatura i doktrina nisu jedinstveni po pitanju razgraničenja te dvije uloge. Judikatura odlučujućim smatra stupanj organizacijske povezanosti. Dok su pomoćnici povezane osobe, zbog čega su obvezni slijediti skrbnikove upute i podvrgnuti se njegovom nadzoru, zamjenici su samostalne, neovisne osobe nad kojima skrbnik nema kontrolu. Doktrina pak težište stavlja na to u čijem je interesu podskrbništvo. Zamjena se može pretpostaviti samo ako je prepuštanje vrijednosnih papira u interesu klijenta.

profesionalno i – u mjeri u kojoj je to moguće – bez rizika.[1291] Kad je riječ o stranom podskrbniku, skrbnik treba u tu svrhu provesti detaljnu analizu („dubinsko snimanje“) stranog tržišta u skladu s uobičajenom praksom i postupcima s posebnim osvrtom na (ne)zaštićenost pokrića za knjižne efekte imatelja računa u slučaju stečaja podskrbnika.[1292] Želi li izbjeći odgovornost zbog *culpae in eligendo* skrbnik ne smije odabrati podskrbnika koji ne zadovoljava općeprihvaćene minimalne tržišne i regulatorne standarde.[1293] Odabir podskrbnika koji nije podvrgnut primjerenom nadzoru skrbnika ne izvrgava odgovornosti ako je imatelj računa na to izrijekom pristao. Odgovornost zbog *culpae in instruendo* skrbnik može izbjeći brinući da točno „prosljeđuje“ podskrbniku naloge koje je primio od imatelja računa.[1294] Kriterije za odabir podskrbnik treba ispunjavati i nakon što je odabran, što je skrbnik obvezan nadzirati. Propust u nadzoru skrbnika izvrgava odgovornosti zbog *culpae in inspiciendo*.[1295] Postupa li skrbnik prilikom odabira, davanja naloga i nadzora podskrbnika s dužnom pozornošću prosuđuje se objektivno imajući u vidu ponašanje pažljive i oprezne osobe koja se profesionalno bavi skrbništvom vrijednosnih papira u sličnim okolnostima.[1296] Skrbnik ne odgovara ni zbog krivnje pri odabiru, davanju uputa i nadzoru kad je podskrbnika izrijekom odredio njegov klijent (*i.e.* imatelj računa) pod uvjetom da mu ga skrbnik nije preporučio (čl. 33. st. 3. FISA).[1297]

Samo su dva slučaja u kojima švicarsko pravo skrbnika smatra odgovornim za skrivljene radnje i propuste podskrbnika. Prvi od njih onaj je kad je skrbnik bez ovlaštenja prepustio vrijednosne papire na pohranu podskrbniku.[1298] Takvo ovlaštenje se presumira osim kad je riječ o pohrani kod stranog podskrbnika koji nije podvrgnut primjerenom nadzoru, kad se zahtijeva izričiti pristanak imatelja računa (čl. 9. st. 2. FISA-e). Drugi takav slučaj je kad podskrbnik ne

[1291] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 27

[1292] *Ammann* spori svrhovitost takve analize smatrajući da razlike u pravima nerijetko onemogućuju utvrđivanje i procjenu rizika povezanih s prekograničnim držanjem vrijednosnih papira, v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 28.

[1293] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 27

[1294] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 30; Nalog za pripis ili terećenje koji mu je dao imatelj računa skrbnik izvršava dajući isti takav nalog podskrbniku. Tako i Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 105.

[1295] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 31; Riječ je o obvezi i odgovornosti koja je specifična za ugovor o skrbništvu bez uporišta u ugovoru o nalogu.

[1296] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 69

[1297] Tumači li se zakonski tekst gramatički, skrbnik bi i u tom slučaju odgovarao ako odgovornost ne bi isključio (njem. *...kann die Haftung…aussschliessen…*). Takvo tumačenje ne zadovoljava jer skrbnik ne može snositi odgovornost zbog *culpae in eligendo* ako podskrbnika nije odabrao on već njegov klijent. *Cf*. Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1084., koji u tom slučaju zagovara direktnu odgovornost podskrbnika prema skrbnikovom klijentu.

[1298] Za zamjenika kojeg nije bio ovlašten angažirati skrbnik odgovara kao za pomoćnika. O tome v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 32; Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1084. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 200. Odgovornost nalogoprimca za radnje i propuste zamjenika kojeg je angažirao bez ovlaštenja nalogodavca proizlazi iz odredbe čl. 399. st. 1. OR-a.

ispunjava skrbnikove obveze umjesto njega, već mu pomaže da ih sam ispuni. Poimanje podskrbnika skrbnikovim pomoćnikom (engl. *auxiliary persons*; njem. *Hilfsperson*) može biti posljedica njihove organizacijske povezanosti ili potpune eksternalizacije skrbnikovog poslovanja s vrijednosnim papirima.[1299] Skrbnik odgovara za skrivljene postupke podskrbnika kao za svoje ako podskrbnik samostalno tijekom duljeg razdoblja u cijelosti administrira vrijednosne papire i namiruje transakcije s vrijednosnim papirima za skrbnika (čl. 33. st. 4. t. a. FISA) ili ako sa skrbnikom čini gospodarsku cjelinu (čl. 33. st. 4. t. b. FISA). Pod tim uvjetima, skrbnik odgovara imatelju računa za štetu koju ovaj pretrpi radnjom ili propustom podskrbnika, ako bi – da je sam počinio tu radnju ili taj propust – skrivljeno prekršio ugovor koji je sklopio s imateljem računa (čl. 101. OR-a).[1300]

Radi zaštite ulagatelja, odredbe o odgovornosti skrbnika kogentne su naravi pa volja ugovornih strana igra ulogu samo unutar zakonom propisanih granica.[1301] Nema zapreke da se ugovorom o računu odgovornost skrbnika postroži (*e.g.* propisivanjem višeg stupanja pozornosti koji se od njega očekuje prilikom ispunjenja obveza), dok se olakšati (*e.g.* oslobađanjem skrbnika od odgovornosti za skrivljeni propust u nadzoru podskrbnika) može samo ako je i imatelj računa skrbnik (čl. 33. st. 5. FISA).[1302] Ni u kojem slučaju skrbnik ne može isključiti ni ograničiti odgovornost za štetu uzrokovanu namjerom ili krajnjom nepažnjom (čl. 100. st. 1. OR-a).[1303]

5.5 Ženevska konvencija

5.5.1 Obveze

Intermedijere Ženevska konvencija obvezuje na poduzimanje prikladnih (engl. *appropriate*) radnji kako bi svojim imateljima računa omogućili ostvarivanje ovlaštenja sadržanih u posredovanim vrijednosnim papirima i primitak plodova tih ovlaštenja (čl. 10. st. 1. Ženevske konvencije). Neka od tih „konvencijskih" ovlaštenja (raspolagati posredovanim vrijednosnim papirima na neki od Ženevskom konvencijom predviđenih načina te povući s pohrane vrijednosne papire koji se mogu držati neposredno) imatelji računa mogu ostvariti samo od relevantnog intermedijera (čl. 9. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije), dok neka druga takva ovlaštenja (domoći se plodova i koristi koje daju prava iz vrijednosnih papira, odnosno

[1299] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 3, 37 - 38; Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1084. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 200.
[1300] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 40
[1301] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 51
[1302] Po mišljenju *Ammanna*, zakonska mogućnost ugovaranja višeg standarda pozornosti od propisanog ima zanemarivu praktičnu važnost zbog malog broja imatelja računa s dovoljnom pregovaračkom snagom da je mogu iskoristiti, v. Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 53.
[1303] Ammann, Hans-Peter, *op.cit*. (bilj. 44), Art. 33 Rd. 47, 49

ostvarivati ta prava) imatelji računa mogu u pravnim poretcima s tzv. direktnim sustavom ostvarenja ostvariti od izdavatelja (čl. 9. st. 2. t. (b) Ženevske konvencije). U pravnim poretcima s tzv. indirektnim sustavom ostvarenja ostvariti ih mogu samo od relevantnog intermedijera.[1304] Kad je intermedijer adresat zahtjeva za ostvarivanjem ovlaštenja, on je taj o kojem ovisi mogućnost imatelja računa da ih ostvare. Da bi im to omogućio, intermedijer je obvezan poduzimati radnje prikladnost kojih određuju okolnosti konkretnog slučaja. Ženevska konvencija nabraja samo neke od njih, koje uživaju status neizostavnih (čl. 10. st. 2. Ženevske konvencije). Riječ je o tzv. „osnovnim obvezama intermedijera" (engl. *core duties of intermediaries*) kojima je postavljen prag, odnosno kojima su kreirana minimalna očekivanja na globalnoj razini.[1305] Potrebu za nabrajanjem tih radnji, odnosno koristi od takvog nabrajanja nisu prepoznale delegacije svih država ugovornica. Neke od njih (*e.g.* delegacija Sjedinjenih Američkih Država) tome su se žustro protivile smatrajući ga rizičnim i nepotrebnim.[1306] Rizik je posljedica realne mogućnosti nepostizanja dogovora oko nemalog broja pitanja koja otvara takvo nabrajanje.[1307] Nepostojanje potrebe posljedica je općenitog obvezivanja intermedijera na poduzimanje prikladnih radnji kako bi svojim imateljima računa omogućio ostvarivanje ovlaštenja sadržanih u posredovanim vrijednosnim papirima i primitak plodova tih ovlaštenja (čl. 10. st. 1. Ženevske konvencije) i posebnog uređenja nekih obveza intermedijera na drugim mjestima u Ženevskoj konvenciji (čl. 15., 23., 24. i 25. Ženevske konvencije).[1308] Usprkos

[1304] „Nekonvencijska" prava sadržana u posredovanim vrijednosnim papirima imatelji računa mogu ostvariti samo od onog koga odredi mjerodavno nekonvencijsko pravo. O tome *supra*, str. 134.

[1305] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of France), Conf. 11/2 - Doc. 8, Rd. 3.2.2; Delegacija Francuske spominje „kreiranje nekih minimalnih temeljnih globalnih standarda" s ciljem stvaranja uvjeta za ravnopravnu tržišnu utakmicu intermedijera. O mogućnosti značajnih razlika među pravnim poretcima po pitanju radnji koje je intermedijer obvezan poduzimati v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 87.

[1306] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of the United States of America), Conf. 11/2 - Doc. 23, Rd. 13

[1307] Upitno je, primjerice, (i) koje dodatne obveze treba pobrojati, (ii) kako opisati te dodatne obveze i njihova prikladna ograničenja, (iii) koje dodatne obveze treba uređivati nekonvencijsko pravo (uključujući primjenjivi regulatorni okvir) i, tamo gdje je to dopušteno, ugovor o računu ili jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira, (iv) koje dodatne obveze trebaju biti uređene i ograničene već postojećim obvezama iz Ženevske konvencije, (v) koje dodatne obveze trebaju biti više ili manje apsolutne. Po mišljenju *Mooneya*, harmonizacija pravila o obvezama intermedijera nije izvediva, v. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 184. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 1142), str. 810., 813.

[1308] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of the United States of America), Conf. 11/2 - Doc. 23, Rd. 14 – 15; Po mišljenju američke delegacije, radnje pobrojane u odredbama čl. 10. st. 2. t. (a) – (d) Ženevske konvencije su, po svemu sudeći, suvišne jer se preklapaju s obvezama uređenim na drugim mjestima u Ženevskoj konvenciji. Ako je namjera tim radnjama obuhvatiti dodatne obveze, detalji tih obveza nisu vidljivi iz teksta Ženevske konvencije. O deklaratornom karakteru nabrajanja i ne nametanju intermedijeru dodatnih obveza povrh onih koje su uređene na drugim mjestima u Ženevskoj konvenciji v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Final Session, Summary of the Decisions taken on 6 October 2009, Conf. 11/2 - Doc. 29, Rd. 2.

protivljenju, popis primjerice pobrojenih radnji koje predstavljaju osnovne obveze intermedijera pronašao je svoje mjesto u tekstu Ženevske konvencije. Prevladalo je shvaćanje delegacija onih država ugovornica (*e.g.* Francuske), koje su u takvom nabrajanju prepoznale osnovni uvjet za očuvanje integriteta prekograničnog držanja vrijednosnih papira posredstvom intermedijera i zaštitu prava imatelja računa.[1309] Postojanje takvog popisa pretpostavka je da se među intermedijere uvrste i osobe koje nemaju odobrenje nadležnog tijela niti su podvrgnute (regulatornom) nadzoru takvog tijela.[1310] Osim što ne sadrži dodatne obveze intermedijera, popis ne proširuje njihove obveze uređene na drugim mjestima u Ženevskoj konvenciji.[1311]

Kad zbog posrednog držanja ulagatelji ne mogu sami ostvariti prava iz vrijednosnih papira (bilo da je riječ o imovinskim pravima, poput prava na raspodjelu dobiti, ili o upravljačkim pravima, poput prava glasa i prava na obaviještenost) i domoći se plodova tih prava (*e.g.* dividende) (čl. 9. st. 1. t. (a)(i) Ženevske konvencije) direktno od izdavatelja, Ženevska konvencija obvezuje intermedijere na redovito prosljeđivanje imateljima računa. Obveza se odnosi na dividendu i ostale raspodjele koje intermedijeri prime u svezi s posredovanim vrijednosnim papirima (čl. 10. st. 2. t. (f) Ženevske konvencije) te na podatke koji se tiču posredovanih vrijednosnih papira, uključujući podatke koji su nužni za ostvarivanje prava iz vrijednosnih papira (čl. 10. st. 2. t. (e) Ženevske konvencije)[1312]. Obveza vrijedi samo ako ima uporište u nekonvencijskom pravu, ugovoru o računu ili jedinstvenim pravilima sustava za namiru vrijednosnih papira.[1313] Ispunjavajući tu svoju obvezu intermedijeri omogućuju ulagateljima da konzumiraju svoje pravo (*e.g.* kad je uvjet za to pravovremena obavijest) i da se domognu onog što im u konačnici pripada (*e.g.* plodova imovinskih prava).

[1309] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of France), Conf. 11/2 - Doc. 8, Rd. 3.2.3; UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Final Session, Comments (submitted by European Banking Federation), Conf. 11/2 - Doc. 14, Rd. 5, 17

[1310] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of France), Annex 2: Core duties of intermediaries, Conf. 11 - Doc. 16, str. 5.

[1311] Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 88.

[1312] Nekonvencijsko pravo daje odgovor i na pitanje o kakvim je sve to podacima riječ. O tome v. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 106.

[1313] Intermedijeru Ženevska konvencija ne nameće bezuvjetnu obvezu jer ga ni ne oboružava ovlaštenjem. Obvezan proslijediti dividendu i ostale raspodjele može biti samo intermedijer kojeg je nekonvencijsko pravo ovlastilo da ih primi. O tome v. Dupont, Philippe, *op.cit*. (bilj. 3), str. 96. *Cf*. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 111., koji uvjetovanje obveze objašnjavaju mogućnošću postojanja založnog prava, koje priječi njezino ispunjenje. Za tezu da bi konvencijska obveza proslijediti primljena plaćanja ili raspodjele trebala biti apsolutna, bez mogućnost da na nju utječe ugovor i nekonvencijsko pravo, v. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.159.

Kako bi im omogućili ostvarivanje ovlaštenja raspolagati posredovanim vrijednosnim papirima na neki od Ženevskom konvencijom predviđenih načina (čl. 9. st. 1. t. (b) Ženevske konvencije) te ovlaštenja povući s pohrane vrijednosne papire koji se mogu držati neposredno (čl. 9. st. 1. t. (c) Ženevske konvencije), koja imatelji računa mogu ostvariti samo od relevantnog intermedijera, Ženevska konvencija obvezuje intermedijere na izvršavanje naloga imatelja računa i drugih ovlaštenih osoba sukladno nekonvencijskom pravu, ugovoru o računu ili jedinstvenim pravilima sustava za namiru vrijednosnih papira (čl. 10. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije). Osim što im ne nameće obvezu, Ženevska konvencija intermedijerima izrijekom uskraćuje ovlaštenje za izvršavanje naloga osoba koje ne spadaju ni u jednu od spomenutih kategorija (čl. 23. Ženevske konvencije).[1314] Nenametanje obveze i uskrata ovlaštenja kad nalogodavac nije ni imatelj računa ni druga ovlaštena osoba namijenjeni su zaštiti ne samo imatelja računa, već i integriteta sustava posrednog držanja vrijednosnih papira i intermedijera suočenih s takvim nalogom.[1315] Budući da posredovani vrijednosni papiri pripadaju imatelju računa, primarno je on taj koji je ovlašten njima raspolagati i ostvarivati ovlaštenja koja oni sadrže dajući naloge svom intermedijeru. Ne izvršavajući naloge neovlaštenih osoba intermedijeri čuvaju imovinu svojih klijenata od bespravnog zadiranja. Načelo „neprobojnosti" i zabrana „pljenidbe na višoj razini", koji štite integritet sustava posrednog držanja, usmjeravaju takve naloge isključivo na relevantnog intermedijera.[1316] Intermedijeri, koji se suoče s nalogom nekoga tko - iako nije ni imatelj računa ni druga ovlaštena osoba - tvrdi da mu posredovani vrijednosni papiri pripadaju ili da je nositelj prava na posredovanim vrijednosnim papirima ili da je imatelj tražbine prema imatelju računa koju želi namiriti iz vrijednosti posredovanih vrijednosnih papira, ne smiju strahovati od odgovornosti za štetu uzrokovanu neizvršenjem naloga, ako takva tvrdnja nema uporište u sudskoj odluci.[1317]

Ovlaštenje imatelja računa za davanje naloga relevantnom intermedijeru – bilo u svrhu raspolaganja posredovanim vrijednosnim papirima (čl. 9. st. 1. t. (b) Ženevske konvencije) ili

[1314] Budući da ga Ženevska konvencija ne definira, *Kanda et al.* smatraju da pojam „nalog" (engl. *instruction*) za potrebe čl. 23. Ženevske konvencije treba tumačiti ekstenzivno tako obuhvati svaki nalog, smjernicu ili zahtjev dan intermedijeru neovisno o sadržaju ili formi, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-11. O konvencijskom uređenju obveze izvršavanja naloga s osvrtom na švicarsko pravo v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 6.

[1315] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-1, 23-8; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 88.

[1316] Ograničavanje obveze tako da ona vrijedi samo za relevantnog intermedijera radi zaštite integriteta sustava posrednog držanja do izražaja dolazi i kroz uvjet pod kojim presuda, pravorijek, nalog ili odluka suda, izbranog sudišta ili drugog nadležnog tijela sudbene ili upravne vlasti može poslužiti kao valjana pravna osnova ovlaštenja za davanje naloga osobe koja nije imatelj računa. Nalog u podlozi kojeg je neka takva odluka tijela javne vlasti intermedijer je - sukladno odredbi čl. 23. st. 2. t. (c) u svezi s odredbom čl. 22. Ženevske konvencije - obvezan i ovlašten izvršiti samo ako ne dovodi do „pljenidbe na višoj razini".

[1317] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-8, 23-14 – 23-15

u svrhu povlačenja vrijednosnih papira s pohrane (čl. 9. st. 1. t. (c) Ženevske konvencije) - Ženevska konvencija veže uz pripis na račun vrijednosnih papira tog imatelja računa. O mjerodavnom pravu ovisi može li naloge intermedijeru, osim imatelja računa osobno, davati i njegov zastupnik i, ako da, pod kojim uvjetima.[1318]

Ovlaštenje za davanje naloga osobe koja nije imatelj računa - a samim time i obveza i ovlaštenje intermedijera za izvršavanje takvog naloga – počiva na nekoj od u Ženevskoj konvenciji taksativno pobrojanih pravnih osnova.[1319] Od njih pet, dvije se temelje na suglasnosti imatelja računa, jedna je rezultat intervencije tijela javne vlasti, jedna je posljedica primjene nekonvencijskog prava, a jednu nameće nužnost uvažavanja osobitosti sustava za namiru vrijednosnih papira.[1320] Obveza i ovlaštenje intermedijera za izvršavanje naloga osobe koja nije imatelj račina mogu se temeljiti na ugovoru koji je sklopio intermedijer (čl. 23. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije). To nije nužno ugovor o računu – kako to izrijekom proizlazi i iz odredbe čl. 10. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije – niti je nužno riječ o ugovoru koji je s intermedijerom sklopio imatelj računa. Dovoljno je da se s takvim ugovorom imatelj računa suglasio.[1321] Druga pravna osnova takve obveze i ovlaštenja intermedijera, koju odredba čl. 10. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije uopće ne spominje, stvarno je pravo bilo koje osobe (uključujući intermedijera) koje je učinak prema trećima stekla na način iz čl. 12. Ženevske konvencije (čl. 23. st. 2. t. (b) Ženevske konvencije). Dopustivši zasnivanje stvarnog prava imatelj računa u pravilu je prepustio ovlaštenje za davanje naloga nositelju takvog prava, pristavši time na privremeni gubitak tog ovlaštenja ili na znatno ograničavanje mogućnosti njegovog ostvarenja.[1322] Pristankom na zasnivanje stvarnog prava, koji stjecanje učinka takvog prava prema trećima na način iz članka 12. Ženevske konvencije podrazumijeva, intermedijer stječe ovlaštenje i preuzima obvezu pod određenim okolnostima izvršavati naloge njegovog nositelja. Odredba čl. 10. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije ne spominje ni treću takvu osnovu. Riječ je o presudi, pravorijeku, nalogu ili odluci suda, izbranog sudišta ili drugog nadležnog tijela sudbene ili upravne vlasti, koja je - pod uvjetom da ne dovodi do „pljenidbe na višoj razini“ - također kadra ovlastiti i obvezati intermedijera na izvršavanje naloga osobe koja nije imatelj računa (čl. 23.

[1318] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-9; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 106., 116. Kad je imatelj računa pravna osoba, u mjerodavnom pravu treba tražiti odgovor na pitanje koja fizička osoba je ovlaštena davati naloge intermedijeru u ime i za račun te pravne osobe.
[1319] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-16
[1320] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-17
[1321] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-19
[1322] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-20

st. 2. t. (c) Ženevske konvencije).[1323] Obveza i ovlaštenje intermedijera izvršavati naloge osobe koja nije imatelj računa može – kako to izrijekom proizlazi i iz odredbe čl. 10. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije –- biti posljedica i primjenjive odredbe nekonvencijskog prava (čl. 23. st. 2. t. (d) Ženevske konvencije). Nekonvencijsko pravo, međutim, intermedijera ne može ovlastiti ni obvezati da izvršava naloge osobe koja polaže konkurirajuće pravo na posredovane vrijednosne papire niti ga može osloboditi obveze (odnosno zabraniti mu) da izvršava naloge imatelja računa.[1324] Ovlaštenje putativnog nositelja konkurirajućeg prava da dade obvezujući nalog intermedijeru treba se, ili izvoditi iz ovlaštenja imatelja računa (ili njegovog zastupnika), ili biti u skladu s ovlaštenjem imatelja računa (ili njegovog zastupnika).[1325] Kako to izrijekom proizlazi i iz odredbe čl. 10. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije, pravna osnova takve obveze i ovlaštenja mogu biti jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira kojeg je intermedijer upravitelj (čl. 23. st. 2. t. (e) Ženevske konvencije). Ako ta pravila intermedijera obvezuju i ovlašćuju na izvršavanje naloga osobe koja nije imatelj računa, na tu obvezu i ovlaštenje ne utječe eventualno protivljenje imatelja računa ili njegov drugačiji nalog.[1326]

Budući da ne potječe od ovlaštene osobe, krivotvoreni nalog intermedijer ne smije (jer nema ovlaštenje) niti treba (jer nema obvezu) izvršiti. Po mišljenju *Law Commissiona*, takav nalog ne proizvodi pravne učinke pa intermedijeru ne preostaje ništa drugo nego ga zanemariti.[1327] Intermedijer krši svoju obvezu čak i ako je prilikom izvršenja takvog naloga primjenjivao dužnu pozornost, odnosno ako bi mu krivotvorina promakla i da je primjenjivao takvu pozornost.[1328] Iskrenom uvjerenju intermedijera koji je izvršio takav nalog da mu ga je

[1323] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-24; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 91. Za kritiku takvog uvjetovanja, koje može osujetiti nastojanje nadležnih tijela da se domognu protupravno stečene imovine ili imovine sankcioniranih osoba v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of the United Kingdom), Conf. 11/2 - Doc. 10, Rd. 27.

[1324] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-27; Za kritiku takvog tumačenja, koje nekonvencijskom pravu ne dopušta da intermedijera ovlasti odnosno obveže ne izvršiti nalog imatelja računa čak ni *e.g.* kada to zahtijevaju prisilni propisi koji uređuju sprječavanje pranja novca i financiranja terorizma v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of the United Kingdom), Conf. 11/2 - Doc. 10, Rd. 27. Po mišljenju *Law Commission* (LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.292), omogućavanje nekonvencijskom pravu da ovlasti i/ili obveže intermedijera na izvršavanje naloga treće osobe nužno smanjuje pravnu sigurnost. Pritom se sugerira odredba koja bi ovlastila intermedijera da izvrši ovlasni nalog usprkos znanju o potencijalnom konkurirajućem pravu treće osobe, čak i ako bi mu prisilna odredba nekonvencijskog prava uskraćivala takvo ovlaštenje.

[1325] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-26 – 23-27; *Kanda et al.* spominju slučajeve smrti i poslovne nesposobnosti imatelja računa te stvarnih prava zasnovanih na način iz čl. 13. Ženevske konvencije.

[1326] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-28

[1327] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.295

[1328] Za mišljenje *Combs* o objektivnoj odgovornosti intermedijera za izvršenje naloga neovlaštene osobe v. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 409.

dala ovlaštena osoba Ženevska konvencija ne pridaje nikakvu važnost.[1329] Posljedice izvršavanja naloga neovlaštene osobe Ženevska konvencija prepušta nekonvencijskom pravu.[1330]

Pretpostavka za ostvarivanje ovlaštenja sadržanih u posredovanim vrijednosnim papirima i primitak plodova tih ovlaštenja postojanje je, ne samo posredovanih vrijednosnih papira koji sadrže ta ovlaštenja, već i odgovarajućeg pokrića za njih. Kako bi imateljima računa omogućili ostvarivanje tih ovlaštenja, intermedijere Ženevska konvencija obvezuje štititi vrijednosne papire koje su pripisali na račune koje vode (čl. 10. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije). Zaštitu intermedijeri provode brinući se da u svakom trenutku za posredovane vrijednosne papire na tim računa postoji odgovarajuće pokriće. Intermedijer je obvezan držati ili imati dostupnu (engl. *hold or have available*) onu količinu vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira određenog opisa koja je jednaka ukupnom iznosu ili količini vrijednosnih papira tog opisa koje je pripisao na račune koje vodi za imatelje računa (osim za sebe) i, ako postoje, na račune koje vodi za sebe (čl. 24. st. 1. Ženevske konvencije).[1331] Pripisi na račune koje intermedijer vodi zahtijevaju odgovarajuće pokriće u (posredovanim) vrijednosnim papirima koje intermedijer drži ili ima dostupne.

Pokriće je odgovarajuće samo ako su oni (posredovani) vrijednosni papiri koje intermedijer drži ili ima dostupne „istog opisa“ (engl. *of the same description*) kao vrijednosni papiri koje je intermedijer pripisao na račun. Istog su opisa vrijednosni papiri koje je izdao isti izdavatelj ako su, u slučaju dionica, istog roda odnosno, u slučaju vrijednosnih papira koje nisu dionice, ako imaju isti nominalni iznos izražen u istoj valuti te ako ih se tretira dijelom istog izdanja (čl. 1. t. (j) Ženevske konvencije).[1332] Posredovani vrijednosni papiri drugačijeg opisa nisu odgovarajuće pokriće neovisno o njihovoj vrijednosti.[1333]

[1329] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.295
[1330] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 23-14
[1331] O značenju ove obveze za zaštitu ulagatelja i osiguranje integriteta sustava posrednog držanja v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-1, 24-10; Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 4; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 329; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.148.
[1332] Istog su opisa fungibilni vrijednosni papiri, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-42; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 40.
[1333] *Law Commission* (LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.167) kritizira takvo rješenje smatrajući ga nedosljednim s tretmanom odvojenih računa za pojedine klijente. Ako se odvajanju takvih računa načelno uskraćuje učinak radi izbjegavanja raspoređivanja manjka na bazi pukog slučaja i omogućavanja razdiobe rizika s ciljem smanjivanja izgleda za nastanak većeg gubitka, bilo bi dosljedno lišiti značenja vrstu i rod vrijednosnih papira koji manjkaju. Rizik intermedijera koji snose imatelji računa počiva na njegovoj solventnosti i integritetu, a ne na vrsti i rodu vrijednosnih papira koje intermedijer drži.

Odgovarajuće pokriće nisu ni (posredovani) vrijednosni papiri koje je intermedijer bez suglasnosti imatelja računa opteretio u korist treće osobe.[1334]

Da bi bili pokriće, (posredovane) vrijednosne papire intermedijer treba držati ili imati dostupne. Činidbu koju intermedijer treba ispuniti Ženevska konvencija ne prepušta mu na odabir. Alternativna formulacija odraz je različite djelatnosti intermedijera u pojedinim pravnim poretcima. U onima u kojima je to pohrana, intermedijeri mogu držati (posredovane) vrijednosne papire. U onima u kojima je to vođenje računa vrijednosnih papira, intermedijeri ne mogu držati (posredovane) vrijednosne papire, ali ih – zahvaljujući ovlaštenju za provedbu upisa - mogu imati dostupne.[1335]

Načini ispunjenja dužne činidbe mogu se razlikovati ovisno o tome na koga glase vrijednosni papiri (*i.e.* na ime ili na donositelja), u kojem su obliku (*i.e.* materijaliziranom ili nematerijaliziranom) i kako ih intermedijer drži (*i.e.* neposredno ili posredno). Osim tako da ishodi upis vrijednosnih papira u registru izdavatelja na ime imatelja računa ili za njegov račun (čl. 24. st. 2. (a) Ženevske konvencije) ili da se sam upiše u registru izdavatelja kao imatelj vrijednosnih papira (čl. 24. st. 2. (b) Ženevske konvencije), intermedijer je može ispuniti posjedujući isprave o vrijednosnim papirima ili druge isprave kojima se potvrđuje svojstvo titulara (njem. *documents of title*) (čl. 24. st. 2. (c) Ženevske konvencije) ili držeći posredovane vrijednosne papire kod drugog intermedijera (čl. 24. st. 2. (d) Ženevske konvencije). Dužnu činidbu intermedijer može ispuniti i tako da postupa na bilo koji drugi prikladni način (čl. 24. st. 2. (e) Ženevske konvencije).[1336] Nije riječ o taksativnom nabrajanju ni o kaskadi koja bi implicirala redoslijed primjene. Nabrojeni načini međusobno se ne isključuju pa nema zapreke da dužnu činidbu intermedijer ispuni kombinirajući više njih istovremeno.[1337] Odluči li se za način koji nije nabrojen, intermedijer treba voditi računa da način za koji se odlučio bude

[1334] LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.150.
[1335] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-13; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 95. Za kritiku fraze „imati dostupan“ v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by EuropeanIssuers), Conf. 11 - Doc. 11, str. 8. Po mišljenju *EuropeanIssuers*, fraza je nejasna i, ako takva, podložna različitim tumačenjima pa je - budući da ne pruža dovoljnu sigurnost - treba izbjegavati.
[1336] Za kritiku omogućavanja takvog načina ispunjenja v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by EuropeanIssuers), Conf. 11 - Doc. 11, *op.cit*. (bilj. 1335), str. 9. Po mišljenju *EuropeanIssuers*, dvojbeno je koji bi to način bio prikladan. Izostanak bilo kakvih smjernica na tu temu omogućuje najšire moguće interpretacije, koje nisu poželjne. O potrebi preciziranja ili onemogućavanja takvog načina ispunjenja v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of Germany), Conf. 11 - Doc. 20, Rd. 9.
[1337] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-18; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 575.

prikladan (engl. *appropriate*).[1338] Među prikladne načine ne spada ugovaranje (budućeg) zajma vrijednosnih papira koji intermedijer može iskoristiti kad se za tim ukaže potreba ni intermedijerovo uzimanje u zalog (posredovanih) vrijednosnih papira na višoj razini.[1339]

U slučaju neispunjenja obveze držati ili imati dostupan potreban iznos ili količinu (posredovanih) vrijednosnih papira, intermedijer je obvezan u roku propisanom nekonvencijskim pravom poduzeti radnje koje su potrebne da je ispuni (čl. 24. st. 3. Ženevske konvencije). Ako u bilo kojem trenutku to što intermedijer drži ili ima dostupno nije odgovarajuće pokriće intermedijer je obvezan pribaviti ga.[1340] Polazeći od pretpostavke da je saldo na računu posljedica valjanog knjiženja, Ženevska konvencija obvezuje intermedijera sravniti stvarno stanje s knjižnim.[1341]

Do neispunjenja te obveze (držati ili imati dostupan potreban iznos ili količinu (posredovanih) vrijednosnih papira) može doći iz različitih razloga, i to hotimice (*i.e.* prijevarno) ili omaškom, zbog toga što intermedijer provede pripis na račun imatelja računa prije nego što njegov intermedijer provede pripis na njegov račun ili zbog toga što intermedijerov intermedijer tereti račun intermedijera prije nego što intermedijer tereti račun imatelja računa.[1342]

Obveza pribavljanja pokrića je – po mišljenju doktrine - „apsolutna".[1343] Ona vrijedi čak i onda kad je u svrhu držanja ili imanja dostupnim odgovarajućeg pokrića intermedijer postupao u skladu sa standardom tržišne razumnosti (*i.e.* na tržišno razuman način). Uzrok nastanka manjka irelevantan je za tu intermedijerovu obvezu. Intermedijer je manjak obvezan ukloniti neovisno je li ga nije skrivio.[1344] To što ima obvezu pribaviti pokriće ne znači nužno da trošak

---

[1338] Ograničavajući faktor pri odabiru može biti pravo koje je mjerodavno za izdanje vrijednosnih papira, pravo države u kojoj izdavatelj ima sjedište ili nekonvencijsko pravo, koje može ne dopustiti neki od pobrojanih načina (*e.g.* upis ulagatelja kao imatelja vrijednosnog papira u registar izdavatelja), v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-19.

[1339] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-14

[1340] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-21; Budući da se obveza iz čl. 24. st. 1. Ženevske konvencije proteže i na vlastite posredovane vrijednosne papire na računu koji vodi sam za sebe, obvezu iz čl. 24. st. 3. Ženevske konvencije intermedijer ne može izbjeći tako da od svojih klijenata kupi ili pozajmi posredovane vrijednosne papire za koje nema pokriće.

[1341] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-20; *cf.* LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.277; *Law Commissionu* nije jasan razlog zbog kojeg se manjak ne bi mogao ukloniti smanjenjem pozicija imatelja računa, čime bi se knjigovodstveno stanje sravnilo sa stvarnim.

[1342] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-20

[1343] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.276 – 1.277; Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 408. Po tome se Ženevska konvencija razlikuje od čl. 8. UCC 1994 i načela FMLC-a, koji obvezu uvjetuju razumnim trgovačkim standardom i izostankom izričite pogodbe. O tome v. i Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 1142), str. 808.

[1344] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.165; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.29; Ženevska konvencija ne nudi odgovor na pitanje tko snosi gubitak nastao zbog neuspjele ili nevaljane transakcije u uparujućim sustavima u kojima ne dolazi do manjka, v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.163.

pribavljanja pokrića pada intermedijeru na teret.[1345] Tko u konačnici snosi taj trošak pitanje je na koje odgovor Ženevska konvencija prepušta nekonvencijskom pravu te – u mjeri u kojoj to ono dopušta - jedinstvenim pravilima sustava za namiru vrijednosnih papira i ugovoru o računu. Isto vrijedi za pitanja koja se tiču načina ispunjenja obveze držanja odnosno imanja dostupnim pokrića (*e.g.* je li dopušten unutardnevni manjak ili uvjetni pripis na račun) ili posljedica neispunjenja te obveze (čl. 24. st. 4. Ženevske konvencije).[1346]

Ženevska konvencija obvezuje intermedijera na raspoređivanje vrijednosnih papira ili posredovanih vrijednosnih papira na prava svojih imatelja računa tako da ne budu dostupni intermedijerovim vjerovnicima (čl. 10. st. 2. t. (b) Ženevske konvencije). Sve vrijednosne papire i posredovane vrijednosne papire svakog pojedinog opisa koje drži na neki od načina iz čl. 24. st. 2. Ženevske konvencije intermedijer je obvezan rasporediti na prava svojih imatelja računa u mjeri u kojoj je to nužno za ispunjenje njegove obveze držati ili imati dostupno odgovarajuće pokriće (čl. 25. st. 1. Ženevske konvencije).[1347] Ako intermedijer nije njima raspolagao na način iz čl. 12. Ženevske konvencije, raspoređeni vrijednosni papiri i posredovani vrijednosni papiri ne čine imovinu tog intermedijera koja se može razdijeliti njegovim vjerovnicima ili unovčiti u njihovu korist (čl. 25. st. 2. Ženevske konvencije). Raspoređivanje vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira intermedijer je načelno obvezan provesti u skladu s nekonvencijskim pravom (čl. 25. st. 3. Ženevske konvencije). U mjeri u kojoj to zahtijeva ili dopušta nekonvencijsko pravo, svoju obvezu intermedijer treba odnosno smije ispuniti „u skladu sa svojim aranžmanima“, poput odvojenog držanja vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira za imatelje računa općenito (čl. 25. st. 4. t. (a) Ženevske konvencije) ili za pojedine imatelje računa ili grupe imatelja računa (čl. 25. st. 4. t. (b) Ženevske konvencije).

Intermedijeru Ženevska konvencija ne dopušta da otuđi vrijednosne papire pripisane na račun ako za to nije ovlašten (čl. 10. st. 2. t. (d) Ženevske konvencije). Da bi smio teretiti račun

[1345] Ako intermedijer nije skrivio manjak nejasno je tko bi trebao snositi trošak pribavljanja pokrića. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.277.
[1346] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 24-24; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 74. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 575.
[1347] Tu obvezu *Kuhn* (Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 9) smatra bliskom obvezi provesti pripis vrijednosnih papira na račun klijenta, koju – za razliku od švicarskog prava (čl. 10. st. 1. FISA) – Ženevska konvencija izrijekom ne spominje. *Cf.* Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.64(7). *Yates* i *Montagu* problematiziraju obveze iz čl. 24. i 25. Ženevske konvencije smatrajući ih protivnim ideji o stjecanja posredovanih vrijednosnih papira pripisom na račun, jer polaze od toga da u podlozi zapisa o vrijednosnom papiru stoji vrijednosni papir.

za vrijednosne papire intermedijeru treba ovlaštenje imatelja računa i, ako postoji, osobe koja je stekla pravo na relevantnim posredovanim vrijednosnim papirima na način iz čl. 12. Ženevske konvencije (čl. 15. st. 1. t. (a) Ženevske konvencije) ili nekonvencijskog prava (čl. 15. st. 1. t. (e) Ženevske konvencije).[1348] Takvo ovlaštenje intermedijeru nije potrebno za provedbu pripisa na račun.[1349]

Konvencijske obveze intermedijera propisani su minimum ispod kojeg se ne može ići.[1350] To što proizlazi iz Ženevske konvencije nekonvencijsko pravo, ugovor o računu ni jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira ne mogu isključiti ni ograničiti.[1351] Ono što nekonvencijsko pravo te, u mjeri u kojoj to dopušta nekonvencijsko pravo, ugovor o računu i jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira mogu pobliže je odrediti konvencijske obveze, uključujući način na koji ih intermedijer treba ispuniti (čl. 28. st. 1. Ženevske konvencije).[1352] Kod konvencijskih obveza intermedijera, nekonvencijsko pravo, ugovor o računu i jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira načelno su dopunski, a ne zamjenski izvor prava (kao što su kod intermedijerove odgovornosti).[1353] Potreba

[1348] Ako je imatelj računa zasnovao pravo na posredovanim vrijednosnim papirima pripisanim na svoj račun zabilježbom u korist treće osobe, onda je za terećenje tog računa relevantnom intermedijeru nužna suglasnost te treće osobe, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-17.

[1349] Osim što nije izgledno da bi neovlašteni pripis na račun mogao uzrokovati štetu imatelju računa usporedivu onoj koju može uzrokovati terećenja računa, nametanje obveze podnošenja dokaza o ovlaštenju bitno bi izmijenilo tržišnu praksu v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-14; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 72.

[1350] O osnovnim obvezama intermedijera koje kreiraju „minimalne temeljne globalne standarde" i koje primjena nekonvencijskog prava ne treba moći isključiti ni ograničiti v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of France), Conf. 11 - Doc. 16, str. 5. – 6. Ženevska konvencija ne sadrži sve obveze intermedijera jer o tome ne postoji konsenzus niti ga se može postići. O tome v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 91.

[1351] O nemogućnosti nekonvencijskog prava da intermedijera oslobodi ili da mu olakša ispunjenje konvencijskih obveza v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Final Session, Summary of the Decisions taken on 6 October 2009, Conf. 11/2 - Doc. 29, Rd. 4. Za razlog zbog kojeg po tom pitanju Ženevska konvencija treba imati prednost pred nekonvencijskim pravom v. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.157.

[1352] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 118. Za mogućnost ugovornog uređenja načina ispunjenja obveze izvršavati naloge v. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.160.

[1353] Važeći tekst Ženevske konvencije pomno je sročen kako bi se izbjegle nedoumice na tu temu. Tekst odredbe čl. 18. nacrta Ženevske konvencije iz ožujka 2006. godine, koji je glasio: „*Obveze intermedijera iz ove Konvencije i opseg njegove odgovornosti ovise o* (engl. *are subject to*) *primjenjivim odredbama domaćeg nekonvencijskog prava i, u mjeri u kojoj to pravo dopušta, ugovora o računu*" navodio je na oprečan zaključak (v. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 407.), zbog čega je izmijenjen. Tu odredbu kritizirala je *Law Commission* (LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.223) smatrajući da podriva pravnu sigurnost koja se Ženevskom konvencijom nastoji postići. Postavilo se i pitanje tolerancije Ženevske konvencije na zapreke ili ograničenja u ostvarenju prava s kojima se imatelj računa suočava po nekonvencijskom pravu, odnosno dodatne formalnosti koje mu nameće to pravo. Kao naročitu prijetnju za pravna sigurnost, koju Ženevska konvencija postiže zabranom proboja, *Law Commission* je izdvojila dopuštenost proboja (*i.e.* podnošenja zahtjeva za ostvarivanje prava intermedijeru na višoj razini) po nekonvencijskom pravu, v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.246.

za dopunom Ženevske konvencije rezultat je funkcionalnog pristupa, koji se usredotočuje na priželjkivani ishod ne upuštajući se u detalje i ne obazirući se na put koji za to treba prevaliti.[1354] Nije posve jasno u kojoj se mjeri „pobliže određivanje" svodi na nomotehničku prilagodbu suštine Ženevske konvencije pojedinim državama ugovornicama, kojom se ona (*i.e.* ta suština) ne narušava.[1355] Iako se dopuna može ticati i sadržaja konvencijskih obveza, fokus nekonvencijskog prava, ugovora o računu i jedinstvenih pravila sustava za namiru vrijednosnih papira na načinu je njihovog ispunjenja.[1356]

Samo u iznimnom, izrijekom propisanom slučaju dopunski izvori prava prerastaju u zamjenske. Nekonvencijsko pravo ili, u mjeri u kojoj to dopušta nekonvencijsko pravo, ugovor o računu ili jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira ne dopunjuju već zamjenjuju konvencijski tekst ako uređuju suštinu konvencijske obveze intermedijera. Svoju obvezu propisanu Ženevskom konvencijom intermedijer u tom slučaju ispunjava postupajući u skladu s nekonvencijskim pravom, ugovorom o računu ili jedinstvenim pravilima sustava za namiru vrijednosnih papira (čl. 28. st. 2. Ženevske konvencije). Zamjenu opravdava mogućnost potpunog i prikladnog ispunjenja ciljeva konvencijske obveze na način koji je prilagođeniji konkretnom pravnom i operativnom okruženju.[1357] Konvencijske obveze intermedijer se oslobađa ispunjavajući suštinski jednaku nekonvencijsku ili ugovornu obvezu odnosno obvezu iz jedinstvenih pravila. Suštinska jednakost tih obveza čini ih međusobno isključujućim. Od intermedijera koji u tom slučaju postupa u skladu s nekonvencijskim pravom, ugovorom o računu ili jedinstvenim pravilima sustava za namiru vrijednosnih papira ne očekuje se da ujedno postupa u skladu sa Ženevskom konvencijom.[1358] Kad su to točno obveze suštinski jednake nije posve jasno i shvaćanja se razlikuju.[1359] Po mišljenju *Mooneya*, za suštinsku jednakost nužno

[1354] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 28-10

[1355] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Final Session, Comments (submitted by the European Commission), Conf. 11/2 - Doc. 18, Rd. 10. O potrebi normativne fleksibilnosti radi prilagodbe obveza različitim okolnostima v. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 51. Za tu fleksibilnost v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 576.

[1356] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 28-9; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 90.

[1357] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of the United States of America), Conf. 11/2 - Doc. 23, Rd. 20

[1358] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 28-11; UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Final Session, Comments (submitted by the European Commission), Conf. 11/2 - Doc. 18, Rd. 7; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 92. - 93. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 183. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 1142), str. 809. Namjera je intermedijera ne izvrgnuti dvostrukom (*i.e.* konvencijskom i nekonvencijskom) standardu.

[1359] Kad nekonvencijska ili ugovorna obveza, zbog toga što je neznatna, ne doseže suštinu konvencijske obveze stvar je tumačenja. O potrebi dodatnih pojašnjenja na tu temu v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government

je da su postupak ili ishod koji se zahtijeva te svrha i funkcija koji se nastoje postići suštinski jednaki.[1360] Nekonvencijsko pravo, ugovor o računu ni jedinstvena pravila sustava za namiru ne mogu zamijeniti Ženevsku konvenciju ako bi imatelje računa izvrgnuli znatno većem riziku. O suštinskoj jednakosti obveza ne može biti govora ako su one proturječne ili ako je u odnosu na konvencijsku obvezu ona koja potječe iz nekonvencijskog prava, ugovora o računu ili jedinstvenih pravila sustava za namiru neznatna.[1361] U tim slučajevima nekonvencijsko pravo, ugovor o računu ni jedinstvena pravila sustava za namiru ne mogu se smatrati zamjenskim izvorima prava, a intermedijer se konvencijske obveze može osloboditi samo tako da je ispuni kako ona glasi.

Karakter intermedijerovih obveza pitanje je na koje Ženevska konvencija ne daje decidirani odgovor. Za ocjenu jesu li konvencijske obveze intermedijera apsolutne i, ako da, jesu li sve takve ili su takve samo neke i, ako nisu sve takve, koje jesu potrebno je tumačiti relevantne odredbe Ženevske konvencije ne ispuštajući pritom iz vida postupak koji je doveo do njihovog usuglašavanja. Taj postupak je znakovit jer razotkriva prijedloge delegacija pojedinih država ugovornica i popratne reakcije ostalih sudionika. Tumačenje otežava koegzistentnost pokazatelja oprečnog karaktera intermedijerovih obveza. I važeći tekst Ženevske konvencije i postupak koji mu je prethodio ostavlja prostor za nepomirljive zaključke. Pravna književnost bitno ne pomaže jer je i sama prožeta različitim shvaćanjima.

Odredbe Ženevske konvencije iz kojih proizlaze obveze intermedijera uporište su za zaključak o apsolutnom karakteru tih obveza. Sudeći prema načinu na koji su sročene, intermedijer svoje obveze ispunjava tek postizanjem ciljeva koji su mu tim odredbama postavljeni. Zašto pojedini cilj nije postignut te kako je intermedijer postupao s tim u svezi načelno ne utječe na činjenicu da intermedijer nije ispunio svoju obvezu.[1362] Na zaključak o

---

of the United Kingdom), Conf. 11/2 - Doc. 10, Rd. 32. Za shvaćanje američke delegacije, po kojem intermedijer ispunjava obvezu iz čl. 24. Ženevske konvencije iako ne drži i nema dostupan potreban iznos ili količinu (posredovanih) vrijednosnih papira, što od njega ne zahtijeva nekonvencijsko pravo jer predviđa druge mehanizme za zaštitu imatelja računa, v. UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of the United States of America), Conf. 11/2 - Doc. 23, Rd. 21. O tome i Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 90. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 165. *et seq*. U nekim nekonvencijskim pravima privremeni manjak u zbirnom portfelju ne znači povredu obveze držanja pokrića ako intermedijer ispunjava svoje obveze koje se tiču kapitaliziranosti, izvještavanja, tržišnog vrednovanja pozicija („marked-to-market“) i sl. Ispunjavajući takve obveze intermedijer štiti imatelje računa od rizika koji proizlaze iz manjka.

[1360] Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 184. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 1142), str. 810.

[1361] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 28-13

[1362] Primjerice, ako intermedijer u bilo koje doba ne ispunjava obvezu iz čl. 24. st. 1. Ženevske konvencije, Ženevska konvencija obvezuje ga da u roku propisanom nekonvencijskim pravom osigura njezino ispunjenje poduzimanjem radnji koje su za to potrebne (čl. 24. st. 3. Ženevske konvencije).

apsolutnom karakteru intermedijerovih obveza navodi i neprihvaćanje prijedloga pojedinih odredaba, koje bi ostvarivanje ovlaštenja imatelja računa odnosno ispunjenje obveza intermedijera učinile ovisnim o razumnim trgovačkim standardima. Da su prihvaćeni, imatelji računa ostajali bi bez ovlaštenja koja se ne bi mogla ostvariti intermedijerovim postupanjem na način koji nije otegotniji od razumnih trgovačkih standarda, dok bi intermedijeri ispunjavali obvezu postupajući u skladu s ugovorom o računu ili, ako takav ugovor nije sklopljen, razumnim trgovačkim standardima.[1363] Da je riječ o apsolutnim obvezama (blaže vrste) svjedoče i jedina dva egzoneracijska razloga koje predviđa Ženevska konvencija. Od relevantnog intermedijera Ženevska konvencija ne zahtijeva da otvori račun kod drugog intermedijera ni da poduzme bilo koju radnju koja nadilazi njegove mogućnosti (čl. 10. st. 3. Ženevske konvencije).[1364] Prenositeljev intermedijer ne krši obvezu izvršiti nalog svog klijenta za prijenos posredovanih vrijednosnih papira ako ga ne može izvršiti jer primateljev intermedijer odbija za svog klijenta primiti posredovane vrijednosne papire. Jednako tako, intermedijer ne krši obvezu ostvariti pravo glasa iz dionica za svoje klijente, koji su u tu svrhu dali oprečne upute, ako pravo koje je mjerodavno za te dionice ne dopušta tzv. „podijeljeno glasovanje“ (engl. *split voting*).[1365] Stajališta o apsolutnom karakteru nekih obveza intermedijera mogu se sresti i u pravnoj književnosti.[1366]

Pravnoj književnosti nisu strana ni oprečna stajališta, da obveze intermedijera nisu apsolutne.[1367] Kao uporište za takav zaključak može poslužiti i neprihvaćanje prijedloga pojedinih odredaba, koje su usvojene tek nakon što su određene obveze intermedijera koje su njima uređene ublažene odnosno uvjetovane pozivom na nekonvencijsko pravo, ugovor o

[1363] v. verziju B čl. 4. st. 5. (b) i čl. 6. t. (a) Preliminarnog nacrta Ženevske konvencije prihvaćenog na prvoj sjednici održanoj u Rimu od 9. do 20. svibnja 2005. godine. Za taj nacrt v. UNIDROIT, UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Study LXXVII – Doc. 24, str. 4. – 5.

[1364] Svrha odredbe čl. 10. st. 3. Ženevske konvencije zaštita je intermedijera od nerazumnih troškova koje bi snosili i rizika kojima bi se izvrgnuli izvršavajući naloge imatelja računa. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 47. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.41.

[1365] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.221; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 10-10; Nalog za prijenos vrijednosnih papira prenositeljev intermedijer ne može izvršiti ako vrijednosne papire primateljev intermedijer ne želi primiti. Oprečne naloge za glasovanje svojih klijenata intermedijer ne može izvršiti ako mjerodavno pravo prisiljava dioničara da pravo glasa iz svih svojih dionica ostvaruje na jednak način.

[1366] Za apsolutni karakter obveze iz čl. 24. st. 3. Ženevske konvencije v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.276. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 408. Za tezu da bi apsolutne trebale biti obveze držati ili imati dostupan potreban iznos ili količinu (posredovanih) vrijednosnih papira (čl. 24. st. 1. Ženevske konvencije) i proslijediti primljenu dividendu i ostale raspodjele (čl. 10. st. 2. t. (f) Ženevske konvencije) v. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.21, 4.155, 4.159.

[1367] Za stajalište da obveze iz čl. 10. st. 1. Ženevske konvencije nisu apsolutne v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 10-9; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 88.

računu i jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira.[1368] Podatke koji se odnose na posredovane vrijednosne papire, uključujući one koji su imateljima računa nužni za ostvarivanje prava, te dividendu i ostale raspodjele primljene u svezi s posredovanim vrijednosnim papirima intermedijeri su obvezni proslijediti imateljima računa samo ako tako proizlazi iz nekonvencijskog prava, ugovora o računu i jedinstvenih pravila sustava za namiru vrijednosnih papira (čl. 10. st. 2. t. (e) i (f) Ženevske konvencije). Na jednak zaključak navodi i subjektivna odgovornost intermedijera za štetu uzrokovanu neispunjenjem obveza, koju Ženevska konvencija ne nameće ali je dopušta. Nema zapreke da nekonvencijsko pravo, ugovor o računu ili jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira ograniče odgovornost intermedijera na slučajeve skrivljenog kršenja obveza. Štoviše, Ženevska konvencija ne priječi isključenje odgovornosti za štetu uzrokovanu običnom nepažnjom (čl. 28. st. 4. Ženevske konvencije).

5.5.2 Odgovornost

Uz to što je ambivalentna po pitanju karaktera intermedijerovih obveza, Ženevska konvencija indiferentna je po pitanju odgovornosti intermedijera za njihovo neispunjenje. To pitanje Ženevska konvencija izrijekom prepušta nekonvencijskom pravu te, u mjeri u kojoj dopušta nekonvencijsko pravo, ugovoru o računu i jedinstvenim pravilima sustava za namiru vrijednosnih papira (čl. 28. st. 3. Ženevske konvencije).[1369] Kod intermedijerove odgovornosti, nekonvencijsko pravo, ugovor o računu i jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira zamjenski su, a ne dopunski izvor prava (kao što su kod konvencijskih obveza intermedijera). Jedino što Ženevska konvencija ne dopušta isključenje je odgovornosti za štetu uzrokovanu namjerom ili krajnjom nepažnjom (čl. 28. st. 4. Ženevske konvencije). Suzdržanost spram odgovornosti intermedijera donekle objašnjava nedorečenost glede karaktera intermedijerovih obveza. Budući da je riječ o povezanim, međuovisnim pitanjima, odgovor na jedno neminovno usmjerava odgovor na drugo. Odredivši karakter intermedijerovih obveza Ženevska konvencija vezala bi ruke zamjenskim izvorima prava prilikom određivanja odgovornosti intermedijera za njihovo neispunjenje. Da bi pitanje odgovornosti mogla prepustiti, pitanje karaktera Ženevska konvencija morala je ostaviti otvorenim.

[1368] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by the Government of the United States of America), Conf. 11/2 - Doc. 23, Rd. 15

[1369] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 120. – 121.

Nepostojanje konvencijskog režima intermedijerove odgovornosti nije prošlo neopaženo.[1370] Prepuštanje tog pitanja zamjenskim izvorima prava kadro je podrovati konvencijsko uređenje intermedijerovih obveza. Prijeporan je smisao konvencijskog obvezivanja intermedijera ako nekonvencijsko pravo intermedijera može osloboditi odgovornosti za štetu uzrokovanu neispunjenjem konvencijskih obveza ili ako takvu odgovornost intermedijer može ugovorom uvelike ograničiti. Iako je Ženevska konvencija izrijekom ne isključuje, takvu mogućnost ne dopušta njezino tumačenje u skladu sa smislom i svrhom koji se njome nastoje postići. Po mišljenju *Kande et al.*, nekonvencijsko pravo, ugovor o računu i jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira intermedijera ne mogu u cijelosti ili u većem dijelu osloboditi odgovornosti za neispunjenje odnosno neuredno ispunjenje svojih obveza.[1371] Bilo bi krajnje nedosljedno zamjenskim izvorima prava, s jedne strane, uskratiti mogućnost da intermedijera oslobode konvencijskih obveza, a s druge strane omogućiti im da ga oslobode odgovornosti za njihovo neispunjenje.

6 Manjak vrijednosnih papira na zbirnoj pohrani

O manjku (engl. *shortfall*) je riječ kad za prava koja su ulagatelji stekli intermedijerovim pripisom na njihove račune vrijednosnih papira ne postoji odgovarajuće pokriće. Nepostojanje pokrića ogleda se kroz nesklad između stanja u evidencijama ulagateljevog intermedijera i stvarnog stanja, koje određuje posjed isprava o vrijednosnim papirima na donositelja te upisi u registru izdavatelja vrijednosnih papira na ime, ako ulagateljev intermedijer vrijednosne papire drži neposredno, odnosno upisi u evidencijama intermedijera na višoj razini, ako ulagateljev intermedijer vrijednosne papire drži posredno.[1372] Nastankom manjka, ukupna količina vrijednosnih papira određene vrste i roda koje je intermedijer pripisao na račune svojih klijenata premašuje ukupnu količinu vrijednosnih papira te vrste i tog roda koje je intermedijer stvarno drži (za svoje klijente). Zbog nepostojanja pokrića intermedijer ne može ispuniti svoje obveze prema ulagateljima, koje proizlaze iz stanja na njihovim računima vrijednosnih papira.[1373] Sprječavanje nastanka manjka u mjeri u kojoj je to moguće važno je za integritet sustava posrednog držanja vrijednosnih papira.[1374]

[1370] UNIDROIT, Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Final Session, Comments (submitted by the Government of Austria), Conf. 11/2 - Doc. 19, Rd. 1
[1371] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 28-15
[1372] O manjku kao neskladu u evidencijama v. Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 14; LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.48; LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.94; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 23. Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 610. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 125.
[1373] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.28; Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 161. – 162.
[1374] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 210. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 126.

Manjak može nastati zbog toga što intermedijer nije pravovremeno pribavio pokriće (*e.g.* pripis na račun svog klijenta proveo je prije nego što je intermedijer na višoj razini proveo pripis na njegov račun) ili zbog toga što ga potrebno vrijeme nije držao (*e.g.* terećenje njegovog računa od strane intermedijera na višoj razini intermedijer nije popratio odgovarajućim terećenjem računa svog klijenta).[1375] Kao potencijalni uzrok nastanka manjka u pravnoj književnosti spominju se operativne greške u knjiženju, nenamirivanje transakcija o dospijeću (engl. *failed trade*, *fail to receive*)[1376] (zbog čega pripisi ne dobiju pokriće) te intermedijerovo (na pravu utemeljeno ili protupravno) raspolaganje imovinom na pohrani (kojim pripisi ostaju bez pokrića).[1377] Specifičan uzrok nastanka, doduše privremenog, manjka može biti provedba ugovorne namire, u okviru koje intermedijer provodi pripis u korist svog klijenta ne čekajući svog intermedijera da provede pripis u njegovu korist.[1378] Manjak nastaje ako je takav pripis (na stjecateljev račun) bezuvjetan i ako mu za pokriće ne mogu poslužiti nedospjele tražbine za isporuku vrijednosnih papira.[1379] Provedbom uvjetnog pripisa, učinak kojeg ovisi o pribavljanju pokrića, manjak ne nastaje jer je pripis bez učinka do ispunjenja uvjeta.[1380] Ni provedba bezuvjetnog pripisa nužno ne dovodi do manjka ako, kao pokriće za provedene pripise,

[1375] UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 24.

[1376] Unatoč tome što transakcija nije pravovremeno namirena (*i.e.* kupčev broker-*dealer* nije na datum namire primio kupljene vrijednosne papire), na američkom tržištu uobičajena je praksa da kupčev broker-*dealer* na datum namire provede pripis na kupčev račun vrijednosnih papira. Provedbom takvog pripisa za koji ne postoji pokriće nastaje manjak. Takav (privremeni) manjak je dopušten sukladno odredbi 17 CFR § 240.15c3-3(b)(2). O tome v. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 162., 169. – 170. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 114., 117.

[1377] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 8, 9; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 2, 18; LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.90; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.13; Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 336. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.28; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 20-2; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.50, 3.52; Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 162. – 163. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 534. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 83., Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 322. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 26. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 161; Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 12. Moffatt, Paula, Digital age, *op.cit*. (bilj. 486), str. 65., 66. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-065 Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 460. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 66.

[1378] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 10 - 12; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.54; Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 322. Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 27; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 90., 125. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-065

[1379] O manjku kao posljedici ugovorne namire u američkom pravu, u kojem je pripis *per se* dovoljan za stjecanje v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 126. U pravnoj književnosti mišljenja se razlikuju oko toga implicira li određena vrsta namire određenu vrstu pripisa. O uvjetnim pripisima kao posljedici ugovorne namire v. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 21., 23. O stvarnoj namiri kao posljedici uvjetovanosti pripisa v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 287.

[1380] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 16., 21., 23. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-22

vrijednosne papire nije nužno držati već ih je dovoljno potraživati.[1381] Manjak može nastati i kao posljedica storniranja neispravnog upisa.[1382]

Nije svaki manjak nepoželjan i škodljiv. Provedba pripisa ne čekajući pokriće – bilo na datum transakcije kod ugovorne namire ili na datum namire kad transakcija ostane nenamirena – skopčana s mogućnošću promptnog raspolaganja pospješuje likvidnost na tržištu.[1383] Neprovedba terećenja usprkos gubitku pokrića uobičajena je praksa američkih intermedijera kod realizacije prava korištenja.[1384] Iz perspektive zaštite ulagatelja manjak u tom slučaju nije problematičan jer pokriće čine maržni vrijednosni papiri koje intermedijer ionako nije obvezan posjedovati ni kontrolirati.[1385]

O manjku može biti govora samo u neuparujućim sustavima (engl. *non-matching systems*), u kojima se učinak raspolaganja ne uvjetuje uparivanjem pripisa i terećenja.[1386] Uparujući sustavi (engl. *matching systems*) ne poznaju manjak jer pripis na stjecateljev račun ne proizvodi učinak dok ga se ne upari s odgovarajućim terećenjem prenositeljevog računa.[1387] Nepoznavanje manjka ne znači da u uparujućim sustavima ulagatelj, čiji račun je intermedijer teretio odnosno na čijem računu intermedijer nije proveo pripis, ne može pretrpjeti gubitak uslijed neprikladne transakcije ili one koja se nije pravovremeno namirila.[1388]

[1381] Za takav slučaj u švicarskom pravu v. čl. 11. st. 3. t. c. FISA. O tome v. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 460. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 67.

[1382] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 440; Manjak ne bi nastao kod tzv. „kućnih transakcija" ako bi intermedijer istovremeno kad i terećenje stornirao odgovarajući pripis. Takvo storniranje odgovarajućih upisa u pravilu nije provedivo kod transakcija u kojima sudjeluje više intermedijera.

[1383] O tome da ugovorna namira povećava tržišnu likvidnost i pridonosi stabilnosti sustava za poravnanje i namiru v. Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 12; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 91., 126. O pozitivnom utjecaju mogućnosti raspolaganja pravom bez pokrića na brzinu i učinkovitost namire v. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 24.

[1384] Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 173. Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1258. – 1259.

[1385] O problemima iz perspektive ostvarivanja prava glasa i fenomenu tzv. „prekomjernog glasovanja" (engl. *over-voting*) v. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 188. de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 203. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 36; Kahan, Marcel, Rock, Edward, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1243., 1258. *et. seq.* Tepe, George, *op.cit*. (bilj. 1154), str. 846. – 847., 865.

[1386] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.93 - 1.94; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 217. Slično i Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 30. Za kritiku neuparujućih sustava zbog kreiranja „strukturnog rizika" v. de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 209. O uparivanju kao jednom od način za izbjegavanje manjka v. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 12.

[1387] Uparivanje pripisa i terećenja moguće je (bez teškoća) samo kad se prijenos provodi u evidencijama središnjeg depozitorija i u transparentnim sustavima. U ostalim slučajevima uparivanje onemogućuje ili bitno otežava multilateralni obračun i volumen transakcija, zbog kojih intermedijer na čiji račun je proveden pripis ne može znati je li provedeno odgovarajuće terećenje u evidencijama jednog ili više intermedijera. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.93; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.46; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 439.

[1388] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.99, 1.102; U slučaju da pripis ne proizvodi učinke zbog *e.g.* prijevare ili greške i da stjecatelj ne uživa zaštitu transakcija se likvidira i manjak ne nastaje ni na jednom računu. Ako pak stjecatelj uživa zaštitu (zahvaljujući *e.g.* poštenju), pripis i terećenje ostaju, a imatelj neispravno terećenog računa

Teret manjka snosi u prvom redu intermedijer koji vodi račun na kojem manjkaju vrijednosni papiri.[1389] Rezultat je to načelne obveze intermedijera držati dovoljno pokriće za prava svojih klijenata.[1390] Pojavi li se manjak, intermedijer ga je načelno obvezan promptno ukloniti o vlastitom trošku, bilo tako da nadomjesti uzmanjkale vrijednosne papire ili, ako naturalna restitucija nije moguća, da ulagatelju nadoknadi pretrpljenu štetu.[1391] Ako pak intermedijer ne može (*e.g.* zbog insolventnosti) ili nema obvezu (*e.g.* zbog toga što je manjak skrivio intermedijer na višoj razini nad kojim je otvoren stečaj) pribaviti pokriće koje nedostaje, ono što se *prima facie* smatralo privremenim manjkom i potencijalnim gubitkom za ulagatelje prerasta u trajni manjak i stvarni gubitak.[1392] Tek u tom slučaju manjak se raspoređuje ulagateljima.[1393] Izgledi da manjak padne na teret ulagatelja ovise, stoga, o financijskoj snazi (*i.e.* solventnosti) i poslovnom integritetu intermedijera te učinkovitosti regulatornog nadzora namijenjenog prevenciji nastanka manjka.[1394]

Sud o tome postoji li manjak ovisi o tome što se uzima kao pokriće. Osim vrijednosnih papira, u obzir mogu doći i tražbine za njihovu isporuku. Osim vrijednosnih papira koje intermedijer drži za svoje klijente, u obzir mogu doći i oni koje intermedijer drži za sebe. Osim vrijednosnih papira na zbirnom računu na kojem je ustanovljen manjak, u obzir mogu doći i vrijednosni papiri na posebnom („kućnom“) računu intermedijera. Osim ekvivalentnih

ostaje sa zahtjevom prema intermedijeru za provedbom pripisa na svoj račun nakon pribavljanja odgovarajućeg pokrića koji se može pokazati bezvrijednim u slučaju intermedijerovog stečaja. Cjelokupni gubitak (uzrokovan nemogućnošću intermedijera da ispuni taj zahtjev) u „uparujućim sustavima“ snosi imatelj neispravno terećenog računa. Drugim riječima, u „uparujućim sustavima“ neispravno terećenje ne ispravlja se „kontra-upisom“ kako ne bi nastao manjak, koji bi se – u slučaju intermedijerove nemogućnosti da ga ukloni – srazmjerno rasporedio na sve imatelje računa. O tome v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 115. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 156.

[1389] Za primarno svaljivanje tereta manjka na (neposrednog) intermedijera v. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 26. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 30

[1390] Po tome se intermedijeri, koji primaju vrijednosne papire na pohranu, razlikuju od (običnih) banaka koje primaju novčane pologe. Za razliku od intermedijera, banke nisu obvezne u svako doba držati 100%-tno pokriće za prava (*i.e.* tražbine) svojih klijenata. O tome v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10., 34.

[1391] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.91; Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 321. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 177. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 13. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-065

[1392] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.48; LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.91; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.5 – 3.6; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 83. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 162., 175. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 787. Uravnoteženje stanja u evidencijama takvog intermedijera sa stvarnim stanjem ne može se provesti bez gubitka za imatelje računa jer nestaje nešto što su naplatno stekli i što im je bilo priznato kao njihova imovina.

[1393] Za tek podredno svaljivanje tereta manjka na ulagatelje v. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 26. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 30. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 447; Mogućnost nastanka manjka u zbirnom portfelju *Law Commission* (LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.35) ubraja među glavne rizike kojima se ulagatelj izvrgava držeći vrijednosne papire posredstvom intermedijera.

[1394] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 338., 413. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 277.

vrijednosnih papira onima koji manjkaju, u obzir mogu doći i svi ostali vrijednosni papiri (neovisno o vrsti odnosno rodu) koje drži intermedijer.

Samo po sebi razumljivo je da pokriće za prava ulagatelja čine vrijednosni papiri. Pravni poretci razlikuju se oko toga je li nužno da u podlozi ulagateljevog prava budu vrijednosni papiri ili je dovoljno da to bude tražbina intermedijera na isporuku potrebne količine odgovarajućih vrijednosnih papira te, u potonjem slučaju, treba li takva tražbina – da bi bila pokriće – biti nedospjela ili je može biti i dospjela pod uvjetom da od dospijeća nije protekao dulji rok od propisanog. Švicarsko pravo jedinstveni je primjer izričitog zakonskog svrstavanja takve intermedijerove tražbine među pokriće za knjižne efekte (čl. 11. st. 3. t. c. FISA). Riječ je o tražbini prema drugom intermedijeru s propisanim ili uobičajenim rokom dospijeća ne duljim od osam dana. Da bi se mogla smatrati pokrićem tražbina treba biti „odmah dostupna", što znači da dospijeće nije bezuspješno proteklo te da prije dospijeća nije izvjesno da tražbina neće biti pravovremeno namirena.[1395]

Neprijeporno je da kao pokriće za prava ulagatelja služe vrijednosni papiri koje intermedijer drži za te ulagatelje. Podrazumijeva se, pritom, da za ulagatelje intermedijer drži upravo one vrijednosne papire na koje se odnose njihova prava. Ne može, stoga, biti govora o intermedijerovom držanju neekvivalentnih vrijednosnih papira za ulagatelje. Takve vrijednosne papiri samo sila zakona može prenamijeniti u tu svrhu.

Prijeporno je, međutim, treba li i, ako da, pod kojim uvjetima pokriće za prava ulagatelja protegnuti i na vrijednosne papire koje intermedijer drži za sebe.[1396] Na potvrdan odgovor navodi obveza intermedijera u svako doba držati dovoljno pokriće za prava ulagatelja.[1397] Ako je intermedijer ionako obvezan o vlastitom trošku pribaviti ekvivalentne vrijednosne papire onima koji manjkaju, popunjavanje praznine vrijednosnim papirima koje intermedijer drži za sebe brži je i jednostavniji put do istog cilja. Niječan pak odgovor opravdava možebitni utjecaj takve prenamjene na položaj intermedijerovih vjerovnika. Ako intermedijer nije obvezan utrošiti vlastita sredstva da bi pribavio takve vrijednosne papire, nema osnove ni za prenamjenu vrijednosnih papira koje intermedijer drži za sebe u pokriće za prava ulagatelja. Izostanak intermedijerove obveze teret manjka prevaljuje na ulagatelje, koji ga ne mogu izbjeći posezanjem u ono što im ne pripada. Ako stečaj onemogućuje intermedijera da ispuni takvu

[1395] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 31; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 200
[1396] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.49(3); LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.106(3)
[1397] Za francusko pravo, koje intermedijera obvezuje ukloniti svaki manjak jer ga se smatra posljedicom intermedijerovog kršenja zabrane raspolaganja imovnom klijenata, v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 293. Iz tog razloga ekvivalentni vrijednosni papiri koje intermedijer drži za sebe u slučaju potrebe prioritetno služe kao pokriće za prava ulagatelja.

obvezu, prenamjeni vrijednosnih papira koje intermedijer drži za sebe u pokriće za prava ulagatelja protivi se načelo *paritas creditorum*. Ulagatelje s pravima bez pokrića otvaranje stečaja nad intermedijerom degradira u stečajne vjerovnike s tražbinom za naknadu štete uzrokovane kršenjem te obveze.[1398] Vrijednosne papire koje intermedijer drži za sebe takva prenamjena izuzima iz stečajne mase kako bi, umjesto srazmjernog namirenja tražbina stečajnih vjerovnika, poslužili isključivom ili barem primarnom ostvarenju prava ulagatelja.[1399] Kao i u slučaju kad intermedijer nije obvezan pribaviti uzmanjkale vrijednosne papire o svom trošku, protezanje pokrića na vrijednosne papire koje intermedijer drži za sebe privilegira ulagatelje spram intermedijerovih vjerovnika u slučaju kad ta obveza postoji ali je intermedijer ne može ispuniti zbog stečaja. U oba slučaja, imovina iz koje bi intermedijerovi vjerovnici mogli namiriti svoje tražbine sklanja se izvan njihovog dohvata. Zavređuje li obveza prema ulagateljima jaču pravnu zaštitu od obveze prema vjerovnicima ovisi o pravnopolitičkoj odluci kojem od suprotstavljenih interesa dati prednost.[1400] Ta odluka odgovara na pitanje trebaju li stečajni vjerovnici, koji i u za njih najpovoljnijem slučaju tek djelomično namiruju svoje tražbine, *a conto* toga što se intermedijer nije pridržavao obveze držanja dovoljnog pokrića subvencionirati ulagatelje i time pristati na još veći diskont. Riječ je o svojevrsnoj „igri nultog zbroja“ (engl. *zero-sum game*“) jer protezanje pokrića povećava izglede da će intermedijer moći ispuniti svoje obveze prema ulagateljima, istovremeno smanjujući u odgovarajućoj mjeri izglede da će intermedijer moći (u cijelosti) ispuniti obveze prema svojim vjerovnicima.[1401] Davanje prednosti ulagateljima opravdava njihova nemoć da u većini slučajeva uđu u trag konkretnim, pojedinačno određenim vrijednosnim papirima, koji manjkaju u zbirnom portfelju, na koje bi mogli polagati pravo.[1402] Kao opravdanje u pravnoj književnosti spominju se i nepažljivo postupanje skrbnika te blizina sustavu posrednog držanja i načelna mogućnost skrbnika da na njega utječe.[1403]

Potvrdan odgovor na pitanje treba li pokriće za prava ulagatelja protegnuti i na vrijednosne papire koje intermedijer drži za sebe zahtijeva odluku o redoslijedu korištenja vrijednosnih papira. Odlučiti treba o tome koriste li se vrijednosni papiri koje intermedijer drži

[1398] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.34, 1.144; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 177.
[1399] Za privilegiranje ulagatelja spram ostalih stečajnih vjerovnika u belgijskom pravu v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 79. Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 226. Davanje prednosti ulagateljima posljedica je presumpcije da je vrijednosne papire koje je držao za svoje klijente intermedijer iskoristio za svoj račun.
[1400] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.50; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.76; O djelomičnom svaljivanju rizika intermedijera na intermedijerove vjerovnike u švicarskom pravu v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 357.
[1401] Veći su izgledi za potpuno pokriće, s jedne strane, i opću insolventnost, s druge strane.
[1402] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 660.
[1403] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 446

za sebe prioritetno ili usporedno i srazmjerno s vrijednosnim papirima koje drži za svoje klijente.[1404]

Na odluku o tome što se i kojim redoslijedom uzima kao pokriće za prava ulagatelja može utjecati i račun na kojem intermedijer drži vrijednosne papire.

Vrijednosne papire koje drži za sebe intermedijer može držati na zbirnom računu zajedno s vrijednosnim papirima koje drži za ulagatelje ili odvojeno od takvih vrijednosnih papira na posebnom, tzv. kućnom računu namijenjenom isključivo vrijednosnim papirima koje drži za sebe.[1405] Svi vrijednosni papiri na zbirnom računu kadri su poslužiti kao pokriće za prava ulagatelja, neovisno za koga ih intermedijer drži. Redoslijed korištenja različito namijenjenih vrijednosnih papira treba – po mišljenju *Law Commission* – ovisiti o uzroku i odgovornosti za nastanak manjka.[1406] Ako je manjak na zbirnom računu nastao intermedijerovim kršenjem obveze držanja dovoljnog pokrića ili stečajem uzrokovanim nemogućnošću intermedijera da nadomjesti uzmanjkale vrijednosne papire, vrijednosni papiri koje intermedijer drži za sebe koriste se, u mjeri u kojoj je to potrebno, prvenstveno kao pokriće za prava ulagatelja. U tom slučaju uzima se da na zbirnom računu u prvom redu manjkaju vrijednosni papiri koje je intermedijer držao za sebe.[1407] Ako pak intermedijer nije odgovoran za nastanak manjka, vrijednosni papiri koje drži za sebe koriste se kao pokriće za prava ulagatelja usporedno i srazmjerno s vrijednosnim papirima koje drži za ulagatelje.[1408] U tom slučaju uzima se da na zbirnom računu manjkaju dijelom vrijednosni papiri koje je intermedijer držao za sebe, a dijelom vrijednosni papiri koje je držao za ulagatelje. U nekim pravnim poretcima (*e.g.* engleskom) odvajanje na „kućni račun“ onemogućuje prenamjenu odvojenih vrijednosnih papira koje intermedijer drži za sebe u pokriće za prava ulagatelja. U tim pravnim poretcima manjak na zbirnom računu s vrijednosnim papirima koje intermedijer drži za ulagatelje pada isključivo na teret ulagatelja. Po mišljenju *Law Commission*, učinci segregacije (*i.e.* odvajanja vrijednosnih papira koje intermedijer drži za sebe na „kućni račun“) trebaju ovisiti o uzroku i odgovornosti za nastanak manjka na zbirnom računu.[1409] Time se može osujetiti prenamjena

[1404] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.49(3); LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.106(3), 1.141; Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-067(3), 18-068; Prevladava shvaćanje po kojem vrijednosne papire koje intermedijer drži za sebe treba, u slučaju potrebe, prioritetno koristiti za pokriće prava ulagatelja. O tome v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 293.
[1405] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 1 - 3
[1406] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.174
[1407] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.142; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.9
[1408] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.145; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.9
[1409] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.175

samo ako intermedijer nije odgovoran za nastanak manjka.[1410] Ako je manjak na zbirnom računu nastao intermedijerovim kršenjem obveze držanja dovoljnog pokrića, vrijednosni papiri koje intermedijer drži za sebe na „kućnom računu“ koriste se, u mjeri u kojoj je to potrebno, prvenstveno kao pokriće za prava ulagatelja. Oprečnog je mišljenja *Johansson*. Ekvivalentne vrijednosne papire na „kućnom računu" ona smatra pokrićem za prava ulagatelja, čak i onda kad intermedijer nije odgovoran za nastanak manjka.[1411] Takvo mišljenje *Johansson* opravdava ovisnošću ulagateljevog položaja o tome ispunjava li intermedijer svoje obveze, uključujući primjenu dužne pozornosti prilikom odabira intermedijera na višoj razini i nadzora njegovog poslovanja.

Za pojedinog ulagatelja intermedijer vrijednosne papire može držati na zbirnom računu (engl. *omnibus account*; *pooled account*) zajedno s vrijednosnim papirima koje drži za ostale ulagatelje ili odvojeno od tih vrijednosnih papira na posebnom računu (engl. *designated account*, *segregated account*) namijenjenom isključivo vrijednosnim papirima koje drži za tog ulagatelja.[1412] Manjak na zbirnom računu može pasti na teret svih ulagatelja za koje intermedijer drži vrijednosne papire ekvivalentne onim koji manjkaju, neovisno o tome na kojem ih računu drži, ili samo na teret onih za koje takve vrijednosne papire drži na zbirnom računu na kojem je ustanovljen manjak.

Odvajanje vrijednosnih papira, koje intermedijer drži za pojedinog ulagatelja, na poseban račun u nekim pravnim poretcima dovoljno je za zaštitu tog ulagatelja od manjka na zbirnom računu.[1413] Držanje vrijednosnih papira na različitim računima otvara mogućnost različite pravne sudbine pojedinih ulagatelja. Manjak pada na teret isključivo onih ulagatelja za koje intermedijer drži vrijednosne papire na računu na kojem je ustanovljen manjak. Ako manjkaju vrijednosni papiri na zbirnom računu, manjak ne treba pasti na teret ulagatelja za kojeg intermedijer vrijednosne papire drži na posebnom računu, na kojem nije ustanovljen manjak. Za zaštitu ulagatelja, za kojeg (njegov) intermedijer vrijednosne papire drži na posebnom računu, nije dovoljno da ih tako drži samo on već je nužno da ih odvoje i sve ostale

[1410] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.145; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.10
[1411] Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 178.
[1412] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 3 - 4; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 44. Goutay, Philippe, *op.cit*. (bilj. 86), str. 10. *et seq*. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.19, 2.83 *et seq*. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 220; Vermaas, Maria, *op.cit.* (bilj. 82), str. 590. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 13. *et seq*. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 69. Za obvezu središnjih depozitorija omogućiti svojim članovima te dvije opcije te za obvezu članova ponuditi ih svojim klijentima v. čl. 38. st. 4. i 5. CSDR-a.
[1413] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.108; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 27. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 788. Vermaas, Maria, *op.cit.* (bilj. 82), str. 594.

karike skrbničkog lanca.[1414] Po mišljenju *Law Commission*, zajedničko držanje vrijednosnih papira (*i.e.* na istom zbirnom računu zajedno s vrijednosnim papirima koje intermedijer drži za ostale klijente) na jednoj kariki skrbničkog lanca kadro je obezvrijediti odvojeno držanje na nižim karikama za manjak koji se ustanovi na toj ili nekoj od viših karika.

Opravdanost takve zaštite pojedinih ulagatelja predmet je rasprave u pravnoj književnosti.[1415] Prevladavaju argumenti koji joj govore u prilog. Odvajanjem vrijednosnih papira na poseban račun smanjuje se rizik operativne pogreške i prekomjernog terećenja.[1416] Držanje na posebnom računu atraktivno je naročito za dugoročne ulagatelje koji trguju tek sporadično.[1417] U slučaju intermedijerovog stečaja takvo držanje trebalo bi ubrzati i pospješiti izlučenje vrijednosnih papira iz stečajne mase.[1418] Kao protuargumenti spominju se puka slučajnost koja može biti odlučujuća za pojavu manjka na jednom, a ne na nekom drugom računu i potreba za raspodjelom rizika manjka vrijednosnih papira koje intermedijer drži za ulagatelje radi smanjenja izgleda za veći gubitak pojedinog ulagatelja.[1419] *De lege ferenda*, harmonizirani paneuropski pravni okvir treba – po mišljenju *Law Commission* - ulagateljima ostaviti mogućnost zaštite od manjka na zbirnom računa tako da s intermedijerom dogovore odvojeno držanje vrijednosnih papira.[1420] Ulagatelji trebaju moći odabrati između jeftinijeg ali manje sigurnog držanja na zbirnom računu i sigurnijeg ali i skupljeg držanja na posebnom računu.[1421]

U većini pravnih poredaka pokriće čine isključivo vrijednosni papiri one vrste i onog roda na koje se odnose prava ulagatelja. Manjak se utvrđuje u zbirnom portfelju koji čine ekvivalentni vrijednosni papiri. Intermedijerovo držanje neekvivalentnih vrijednosnih papira u

---

[1414] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.109; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 213. Za englesko pravo v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.110; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 27., 174. Goutay, Philippe, *op.cit*. (bilj. 86), str. 10. Vermaas, Maria, *op.cit.* (bilj. 82), str. 591.

[1415] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.49(1); LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.106(1)

[1416] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.111 – 1.112; Goutay, Philippe, *op.cit*. (bilj. 86), str. 13.

[1417] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.111; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.183; Držanje vrijednosnih papira na posebnom računu takve ulagatelje štiti od povećanog operativnog rizika koji je posljedica velikog volumena transakcija koje se namiruje na zbirnom računu. Nema smisla da oni koji nemaju koristi od aktivnog trgovanja snose rizik koji stvaraju aktivni trgovci.

[1418] Vermaas, Maria, *op.cit.* (bilj. 82), str. 598.

[1419] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.167; Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-067(1); Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 74. Ako se rizik dijeli među ulagateljima, veći su izgledi da će materijalizacijom tog rizika svaki od njih pretrpjeti gubitak, ali je visina potencijalnog gubitka manja nego što bi bila da svaki od njih sam snosi rizik (u kojem slučaju bi jedan od njih pretrpio cjelokupni gubitak).

[1420] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.171; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.7; *Cf*. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 356., koji smatra da je odvojeno držanje intermedijerove imovine od imovine njegovih klijenata pitanje za regulativu, a ne europski harmonizacijski instrument. Slično i Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 53.

[1421] Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 177., 195.

tim pravnim poretcima irelevantno je za prosudbu o nastanku i veličini manjka. Prava ulagatelja mogu biti bez pokrića čak i ako je intermedijer, općenito gledajući, potpuno solventan. To što su prava nekih ulagatelja bez pokrića (jer se odnose na ekvivalentne vrijednosne papire onima koji manjkaju) nema nikakvog utjecaja na prava drugih ulagatelja, koja imaju pokriće (jer se odnose na vrijednosne papire koji nisu ekvivalentni onima koji manjkaju). Ako intermedijer ne može ili nije obvezan nadomjestiti uzmanjkale vrijednosne papire, manjak u tim pravnim poretcima pada na teret samo onih ulagatelja za koje intermedijer drži ekvivalentne vrijednosne papire onima koji manjkaju.[1422] Među pravne poretke, u kojima pokriće za prava ulagatelja mogu biti i neekvivalentni vrijednosni papiri, spada američki. Nakon što se nad brokerom-*dealerom* otvori stečaj, manjak američko pravo odmjerava i raspoređuje uzimajući u obzir svu „imovinu klijenata", zbog čega ne pada na teret samo onih ulagatelja za koje intermedijer drži vrijednosne papire ekvivalentne onima koji manjkaju, i to srazmjerno udjelu svakog od njih u tim vrijednosnim papirima. Opravdanje za raspoređivanje manjka i na ulagatelje „čiji" vrijednosni papiri ne manjkaju (jer su oni koji manjkaju druge vrste i roda) uvjerenje je da ulagateljev rizik ne određuje vrsta odnosno rod vrijednosnih papira, već solventnost i integritet intermedijera.[1423] Rizik da zbog stečaja intermedijer neće moći ukloniti manjak snose svi ulagatelji koji su odabrali tog intermedijera, a ne samo oni „čiji" vrijednosni papiri u konkretnom slučaju – spletom okolnosti koje su izvan njihove kontrole – potencijalno manjkaju.[1424] Manjak kod brokera-*dealera* u stečaju pada na teret svih „klijenata" neovisno o vrsti i rodu kako uzmanjkalih vrijednosnih papira tako i onih koje intermedijer drži za pojedinog „klijenta".

Manjak na zbirnom računu može pasti na teret ili konkretnog ulagatelja „čiji" vrijednosni papiri manjkaju s tog računa ili svih ulagatelja za koje intermedijer drži vrijednosne papire na tom računu.[1425]

Individualizaciju manjka opravdava veza između pojedinog ulagatelja i okolnosti koje su dovele do manjka. Ako je poznata transakcija koja je stvorila manjak na zbirnom računu, logika nalaže da se manjak rasporedi putativnom stjecatelju iz te transakcije (*i.e.* onom

[1422] O tome v. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-033.
[1423] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.167
[1424] O razlozima za ravnopravni tretman ulagatelja v. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 180. Mooney Jr., Charles W., Loss-sharing: Cause? Assessment Base? *Pro Rata*?, u: UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities, Paris – France, 2006, str. 22. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 294., 338. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 266.
[1425] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.114; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 162, 442

ulagatelju za koga je intermedijer trebao primiti te vrijednosne papire).[1426] Ako „njegovi" vrijednosni papiri manjkaju, logično je da upravo on snosi teret manjka. Nepovezanost s okolnostima koje su dovele od manjka ostale ulagatelje štiti od takvog tereta.

Iako je *prima facie* logično i uvjerljivo, takvo opravdanje ne uzima u obzir možebitnu nepravednost individualizacije manjka.[1427] Manjak ne bi bilo pravedno individualizirati ako bi veza između pojedinog ulagatelja i okolnosti koje su dovele do manjka bila slučajna. To što manjkaju vrijednosni papiri određenog ulagatelja ne opravdava svaljivanje cjelokupnog manjka njemu na teret ako je manjak upravo tih vrijednosnih papira nastao pukim slučajem. Pravednost individualizacije u pitanje dovodi i nemogućnost pojedinog ulagatelja da spriječi nastanak manjka.[1428]

Osim što je (u nekim slučajevima) opravdava, veza između pojedinog ulagatelja i okolnosti koje su do njega dovele omogućuje individualizaciju manjka. Manjak se ne može individualizirati ako se ne zna koja transakcija je dovela do njega. U neuparujućim sustavima poznavanje takve transakcije u kategoriji je pustih želja.[1429] Nastojanje ući u trag uzmanjkalim vrijednosnim papirima i/ili transakciji koja je stvorila manjak doktrina unaprijed osuđuje na neuspjeh.[1430] U rijetkim slučajevima kad je uopće moguća, rekonstrukcija stvarnog tijeka događaja dugotrajan i skup postupak zbog velikog volumena transakcija koje se namiruju na zbirnom računu i multilateralnog obračuna zahvaljujući kojem se namira provodi na neto osnovi. Neprovedivost u praksi nije jedina zamjerka koja se upućuje individualizaciji manjka. Zamjera joj se i sistemska rizičnost. Raspoređivanje manjka pojedinom ulagatelju zbog veze s okolnostima koje su do njega dovele svaljuje sav teret na jednu osobu. Poklekne li taj ulagatelj pod teretom, domino efekt može zahvatiti velik broj onih koji nemaju nikakve veze s okolnostima koje su dovele do manjka.[1431] Individualizaciji manjka zamjera se i neusklađenost

[1426] UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 26. O mogućnosti individualizacije manjka u engleskom pravu v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.55. Mogućnost utvrđivanja transakcije koja je uzrokovala manjak *Yates* i *Montagu* ograničavaju na rijedak slučaj neaktivnih računa vrijednosnih papira. O tome iz perspektive njemačkog prava v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 185.

[1427] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 15; LCG, Second Advice, *op.cit*. (bilj. 44), str. 71. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 445; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 157. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 156. Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 462.

[1428] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 192.

[1429] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.116; Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1516.

[1430] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 353. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 14, 31. Po mišljenju *Kuhna*, pravilo o srazmjernoj raspodjeli gubitaka iz čl. 19. st. 2. FISA-e rezultat je specifičnih obilježja sustava posrednog držanja, uključujući nemogućnost ulaska u trag određenoj vrsti imovine. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 360; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 99. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 27. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 128. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 788. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-066, 18-067(2); O potrebi traganja kao negativnoj strani individualizacije manjka v. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 253.

[1431] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 15; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 445; Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 462. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 74.

s naravi ulagateljevog prava. Striktno govoreći, ne mogu manjkati vrijednosni papiri pojedinog ulagatelja jer on nema samostalno pravo na konkretnim, pojedinačno određenim vrijednosnim papirima. Budući da se pravo, koje svaki od njih dijeli s ostalim ulagateljima, proteže na cjelokupni zbirni portfelj, koji god vrijednosni papir da manjka riječ je o vrijednosnom papiru svih ulagatelja odnosno svakog od njih.[1432] Veza uzmanjkalog vrijednosnog papira i pojedinog ulagatelja nije rezultat isključivog stvarnog prava već sudjelovanja u transakciji koja je stvorila manjak. Kad se pojavi u zbirnom portfelju, manjak se, stoga, ne može rasporediti „stvarnopravnim pristupom" (engl. *property law approach*) kako ga poima *Mooney*.[1433] Raspoređivanje manjka ne provodi se u svrhu zaštite ulagatelja sa stvarnim pravom na vrijednosnim papirima koji ne manjkaju od pretenzija onih čije stvarno pravo se odnosi(lo) na vrijednosne papire koji manjkaju. Naposlijetku, individualizaciji manjka zamjerka se upućuje i zbog nemoći u slučajevima kad je ulagatelj koji bi trebao snositi teret manjka prethodno raspolagao svojim pravom bez pokrića. Manjak se ne može individualizirati ako je onaj koji bi ga trebao snositi takvo raspoređivanje preduhitrio.[1434]

Više je razloga koji govore u prilog razdiobe (engl. *mutualisation*) manjka na zbirnom računu. Dok su neki od njih dogmatske, drugi su posve praktične prirode. Razdioba nema alternativu ako individualizacija manjka nije provediva u praksi.[1435] Ako se manjak ne može individualizirati, tako da ga se svali na teret isključivo onog ulagatelja „čiji" vrijednosni papiri manjkaju sa zbirnog računa, ne preostaje ništa drugo nego razdijeliti ga tako da ga se rasporedi svim ulagateljima za koje intermedijer drži vrijednosne papire na tom računu. Svakome od njih raspoređuje se onaj dio manjka koji odgovara udjelu u ukupnoj količini takvih vrijednosnih papira, koje intermedijer drži za sve njih, onih koje drži za tog ulagatelja.[1436] Razdiobu manjka

[1432] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.118; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 219. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 185. Ako svaki imatelj računa kome je intermedijer pripisao ekvivalentne vrijednosne papire polaže pravo na svaki pojedini vrijednosni papir u zbirnom portfelju, onda manjak u zbirnom portfelju ne može po prirodi stvari pasti na teret samo nekog od njih.

[1433] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 329. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.104(3); Riječ je o pristupu koji polazi od pretpostavke da svaki pojedini vrijednosni papir ima svog vlasnika lako utvrdivog identiteta, odnosno da svaki pojedini imatelj računa polaže pravo na pojedinačno određene vrijednosne papire. Stvarnopravni pristup *Mooney* smatra „čudnim" i „nezadovoljavajućim" kod zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. Za kritiku teze da isključivo intermedijerovim klijentima pripadaju upravo oni vrijednosni papiri koje intermedijer drži za njih v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1514. – 1547.

[1434] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.119; Primjerice, predujmivši mu iznos kupoprodajne cijene imatelj računa da nalog intermedijeru za kupnju vrijednosnih papira, koji intermedijer ne izvrši, ali pripiše vrijednosne papire na račun nalogodavca kao da ih je kupio. Ne znajući za nepostojanje pokrića, imatelj računa da nalog za prodaju, koji intermedijer izvrši isporučivši ekvivalentne vrijednosne papire iz zbirnog portfelja.

[1435] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 14

[1436] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.122; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 11. Za srazmjerno raspoređivanje manjka na zbirnom računu v. i Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 195.

podupire i narav prava ulagatelja. Ako se pravo svakog ulagatelja proteže na cjelokupni zbirni portfelj, logično je da svaki manjak u zbirnom portfelju padne na teret svih njih srazmjerno odnosu njihovih prava. Razdioba manjka manje je i rizična, kako za pojedine ulagatelje tako i za sustav u cjelini. Raspoređivanjem manjka na sve njih povećavaju se izgledi da će svaki od njih pretrpjeti manji gubitak (engl. *higher likelihood of a lower potential loss*).[1437] Držanju vrijednosnih papira na zbirnom računu takav način raspoređivanja manjka daje obilježje zajedničkog pothvata sudionici kojeg zajednički snose rizik integriteta i solventnosti intermedijera.[1438] Manjak u zbirnom portfelju raspoređuje se, stoga, „pristupom raspoređivanja rizika" (engl. *risk allocation approach*), kako ga poima *Mooney*. Umjesto pripadnosti uzmanjkalih vrijednosnih papira, važnost se pridaje objektivnom kriteriju vezanom uz status osobe i njezin odnos s intermedijerom.[1439]

Manjak se može razdijeliti na različite načine. U praksi engleskih sudova iskristalizirale su se tri „metode", svaku od kojih prati drugačiji ishod.[1440] On ovisi o tome raspoređuje li se manjak s obzirom na stanje u trenutku njegovog nastanka ili na dan otvaranja stečaja nad intermedijerom koji vodi zbirni račun te, ako se raspoređivanje provodi s obzirom na stanje u trenutku nastanka manjka, kako se postupa s vrijednosnim papirima koji su preostali u zbirnom portfelju u tom trenutku, a kako s onima koji su postali sastavni dio zbirnog portfelja nakon tog trenutka.

Metodom „osnovnog srazmjernog dijeljenja" (engl. *Basic Pro Rata Sharing Method*) manjak se raspoređuje ulagateljima za koje je intermedijer u stečaju na dan njegovog otvaranja držao ekvivalentne vrijednosne papire onima koji manjkaju.[1441] Glavni adut te metode jednostavnost je njezine provedbe. Za razliku od ostalih metoda, metoda „osnovnog srazmjernog dijeljenja" ne zahtijeva utvrđivanje transakcije koja je stvorila manjak ni trenutka

[1437] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.123; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.115; Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 358. Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 789.
[1438] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.123; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 448; Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 787. O sličnosti takvog načina raspoređivanja manjka s načelom pomorskog prava „zajednički pothvat – zajednički rizik" (engl. *common venture – common risk*), uz koje se veže „doktrina prosječnog doprinosa" (engl. *general average contribution*) v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 356.
[1439] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 329. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.104(4); Takav pristup odražava pravilo o raspodjeli iz SIPA-e, temeljem kojeg se imovina sa statusom „imovine klijenata" koju drži broker u stečaju srazmjerno dijeli osobama sa statusom „klijenta" neovisno o tome jesu li vrijednosni papiri na koje polažu pravo te osobe stvarno među „imovinom klijenata". Takav pristup ne ide za tim da se utvrdi stvarno pravo na pojedinačno određenoj stvari.
[1440] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.124
[1441] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.127

njezine namire terećenjem zbirnog računa intermedijera.[1442] Jedino što je relevantno postojanje je manjka na dan otvaranja stečaja nad intermedijerom, koji – zbog intermedijerove nemogućnosti pribaviti uzmanjkale vrijednosne papire – pada na teret ulagatelja. Okolnostima koje su do njega dovele, kao ni događajima koji su uslijedili nakon njegovog nastanka (*e.g.* prometu po zbirnom računu) ne pridaje se nikakva važnost. Osim što se jednostavno provodi, ta metoda najbolje odražava zajednički rizik svih ulagatelja da intermedijer neće moći ispuniti obvezu držanja dovoljnog pokrića.[1443]

Metodom „tekućeg obračuna" (engl. *The Rolling Charge*), koja se još naziva „sjevernoameričkom" (engl. *North American*), manjak se raspoređuje ulagateljima za koje je intermedijer držao ekvivalentne vrijednosne papire onima koji manjkaju u trenutku namire transakcije koja je dovela do manjka, imajući pritom u vidu količinu takvih vrijednosnih papira koju je u tom trenutku intermedijer držao za svakog od njih.[1444] Manjak se ne raspoređuje onima koji su naknadno stekli status ulagatelja niti se prilikom raspoređivanja manjka uzimaju u obzir vrijednosni papiri koje je intermedijer tek kasnije priključio zbirnom portfelju. Štiteći ulagatelje i vrijednosne papire koji su zatekli manjak, ta metoda je u pravnoj književnosti zavrijedila epitet najpravednije.[1445] Poznavanje transakcije koja je stvorila manjak na zbirnom računu omogućuje da se teret svali samo na one ulagatelje „čiji" vrijednosni papiri uistinu mogu manjkati. Samo po sebi razumljivo je da ne mogu manjkati vrijednosni papiri koji su sastavnim dijelom zbirnog portfelja postali tek nakon što je manjak nastao.

Metodom „pravila najnižeg privremenog stanja na računu" (engl. *The Lowest Intermediate Balance Rule*) manjak se – kao i metodom „osnovnog srazmjernog dijeljenja", a drugačije nego metodom „tekućeg obračuna" - raspoređuje svim ulagateljima za koje intermedijer drži vrijednosne papire ekvivalentne onima koji manjkaju.[1446] Drugačije nego metodom „osnovnog srazmjernog dijeljenja", manjak se metodom „pravila najnižeg privremenog stanja na računu" različito raspoređuje ulagateljima koji su takav status imali u trenutku namire transakcije koja je stvorila manjak u odnosu na one koji su tek kasnije stekli

[1442] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.127, 1.131; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 89.
[1443] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.132; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.8; Pristankom da se vrijednosni papiri vode na zbirnom računu svaki klijent preuzima rizik onoga što će tamo zateći i pristaje dijeliti sudbinu ostalih klijenata za koje intermedijer vodi ekvivalentne vrijednosne papire na tom računu. Klijent kojem je izvršen pripis nakon datuma relevantne transakcije nije imun na probleme od ranije pa sudjelovanje u snošenju manjka ne može otkloniti konstatacijom da je manjak zatekao.
[1444] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.125; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 42. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 16-17; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 577.
[1445] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.132; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 18; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 94.
[1446] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.129 – 1.130; O tom pravilu v. i Rogers, James S., Negotiability, *op.cit*. (bilj. 704), str. 494., 499.

takav status. Svakom ulagatelju za kojeg je intermedijer držao takve vrijednosne papire u tom trenutku dodjeljuje se ona količina vrijednosnih papira koja je u tom trenutku preostala na zbirnom računu. Ako se već ne može utvrditi „čiji" vrijednosni papiri manjkaju da bi se moglo utvrditi „kome pripadaju" preostali vrijednosni papiri, ono što se može utvrditi najveća je moguća količina vrijednosnih papira na koju svaki od njih može polagati pravo. Ulagateljima za koje intermedijer nije držao takve vrijednosne papire u tom trenutku srazmjerno se dodjeljuju vrijednosni papiri koji nisu prethodno dodijeljeni ulagateljima za koje je intermedijer držao takve vrijednosne papire u tom trenutku.[1447] Vrijednosni papiri koji su naknadno postali dio zbirnog portfelja metodom „pravila najnižeg privremenog stanja na računu" primarno se (do visine najnižeg privremenog stanja na računu) koriste kao pokriće za prava ulagatelja koji su pretrpjeli manjak, a tek podredno (u mjeri u kojoj ih preostane) kao pokriće za prava ulagatelja koji su zatekli manjak.

Kao i individualizaciju manjka, razdiobu metodama „tekućeg obračuna" i „pravila najnižeg privremenog stanja na računu" opterećuju teškoće povezane s njezinom praktičnom provedbom. Potreba poznavanja transakcije koja je stvorila manjak i trenutka njezine namire terećenjem zbirnog računa intermedijera usložnjava, odgađa ili čak onemogućuje raspoređivanje manjka primjenom te dvije metode.[1448] Jednostavno i brzo manjak se može rasporediti samo metodom „osnovnog srazmjernog dijeljenja".[1449] No, ni ta metoda nije bez zamjerke. Ishod jednostavnog i brzog raspoređivanja manjka nije nužno pravedan.[1450] Primjenom metode „osnovnog srazmjernog dijeljenja" manjak se raspoređuje i ulagateljima koji su ga zatekli, čak i onda kad se (bez prekomjernih teškoća) može utvrditi transakcija koja je dovela do njega. U tom slučaju, vrijednosni papiri koji ne mogu manjkati - jer su dijelom zbirnog portfelja postali tek nakon što je manjak nastao - služe kao pokriće za prava i onih

[1447] Primjerice, prije nastanka manjka intermedijer je na zbirnom računu držao po 30 vrijednosnih papira za svoja tri klijenta, po 10 za svakog od njih. Nakon namire transakcije koje je rezultirala manjkom od 27 vrijednosnih papira intermedijer primi na zbirni račun dodatnih 15 vrijednosnih papira za svoja nova dva klijenta, za jednog 10 i za drugog pet. Budući da se ne može sa sigurnošću utvrditi čija tri vrijednosna papira su preostala na zbirnom računu nakon namire relevantne transakcije, „metoda pravila najnižeg privremenog stanja na računu" tu količinu vrijednosnih papira priznaje svakom imatelju računa koji je to bio u trenutku nastanka manjka, za što je nužno posegnuti za vrijednosnim papirima koji su naknadno uključeni u zbirni portfelj nauštrb dva imatelja računa koji su to postali nakon što je manjak nastao. Njih dvojica srazmjerno dijele preostalih devet vrijednosnih papira, tako da jedan dobije šest, a drugi tri.

[1448] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.133; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 18; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 41.

[1449] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.133; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 96. - 97. O tome u kontekstu Ženevske konvencije v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 333.

[1450] Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 64. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 42. *McFarlane* i *Stevens* ne dovode u pitanje opravdanost srazmjerne raspodjele manjka u slučajevima kad se ne može sa sigurnošću utvrditi točan trenutak njegovog nastanka. O nepravednosti takvog raspoređivanja manjka v. i Garrido, Jose M., *op.cit*. (bilj. 207), str. 789.

ulagatelja koji su to bili u vrijeme nastanka manjka (*i.e.* „čiji“ vrijednosni papiri mogu manjkati). Gledano iz perspektive ulagatelja koji su zatekli manjak, (djelomično) prevaljivanje tereta manjka nastalog prije njihovog vremena doima se nepravednim. Primjena metode „osnovnog srazmjernog dijeljenja“ ulagatelje prisiljava na „uzajamno subvencioniranje“ (engl. *cross-subsidisation*).[1451] Svi ulagatelji za koje intermedijer drži vrijednosne papire na zbirnom računu međusobno se solidariziraju preuzimajući dio tereta na sebe neovisno o tome kako je i kada došlo do manjka. Iako se može protiviti partikularnom interesu nekog od njih, „uzajamno subvencioniranje“ u zajedničkom je interesu svih takvih ulagatelja. Kod raspoređivanja manjka veću važnost ima jednostavnost i brzina, te posljedična pravna sigurnost, nego pravednost.[1452] Nepravednost u iznimnim slučajevima - kad je moguće utvrditi transakciju koja je dovela do manjka – prihvatljivija je od složenosti, sporosti i pravne nesigurnosti u većini slučajeva - kad nije moguće utvrditi transakciju koja je dovela do manjka. Dajući prednost zajedničkom nad partikularnim interesom, protivljenje kojem je ionako iznimno, doktrina zagovara automatsko raspoređivanje manjka primjenom metode „osnovnog srazmjernog dijeljenja“.[1453] Nema, stoga, mjesta dokazivanju od strane pojedinog ulagatelja za kojeg intermedijer drži vrijednosne papire na zbirnom računu da njegovi vrijednosni papiri ne manjkaju odnosno da nije sudjelovao u transakciji koja je stvorila manjak.

Kod raspoređivanja manjka ne postavlja se pitanje odgovornosti ulagatelja za njegov nastanak.[1454] Kao što ne može izbjeći teret manjka pozivom na vlastitu neodgovornost, ulagatelj ne može ni preuzeti na sebe cjelokupni takav teret kad je jedini odgovoran za nastanak manjka. Pitanje odgovornosti ulagatelja aktualizira se *post festum* kod utvrđivanja obveze na naknadu pretrpljene štete. Ulagatelj koji je odgovoran za nastanak manjka može biti obvezan nadoknaditi štetu koju su - snoseći teret manjka - pretrpjeli ostali ulagatelji i intermedijer, koji nisu odgovorni za njegov nastanak.

[1451] Za „uzajamno subvencioniranje“ v. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 23. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 4.62

[1452] Po mišljenju *FMLC*-a (FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 23.), veća je korist od izbjegavanja rizika nesigurnosti, kašnjenja i troškova povezanih sa složenim sudskim postupcima od štete koju može stvoriti rizik nepravednosti. *Cf.* Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 18. *Kuhn* naglašava važnost povjerenja u sustav posrednog držanja koje bi ozbiljno poljuljala nemogućnost povrata imovine klijentima u razumnom roku nakon otvaranja stečaja nad skrbnikom. Po njegovom mišljenju, trošak za društvenu zajednicu uzrokovan gubitkom povjerenja uvelike bi nadmašio trošak za pojedine imatelje računa na koje se rasporedio manjak.

[1453] UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 27. Opravdanost automatskog raspoređivanja manjka na sve one za koje intermedijer zbirno drži vrijednosne papire, čak i kad se manjak može dovesti u vezu s transakcijom samo jednog od njih, *Law Commission* (LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.49(2); LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.106(2)) ubraja među središnja pitanja koja zavređuju poseban osvrt.

[1454] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.146; *Contra* Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 178. Po njezinom mišljenju, na ulagatelja treba rasporediti manjak koji je sam uzrokovao.

6.1 Englesko pravo

Pokriće za prava ulagatelja u engleskom pravu mogu biti isključivo vrijednosni papiri one vrste i onog roda na koje se odnose ta prava. Neekvivalentni vrijednosni papiri nisu prikladni za tu svrhu.

Od prikladnih vrijednosnih papira, toj svrsi služe samo oni koje intermedijer drži za ulagatelje. Ekvivalentni vrijednosni papiri koje intermedijer drži za sebe, odvojivši ih na posebni, tzv. kućni račun, nisu niti mogu postati pokriće za prava ulagatelja.[1455] Ekvivalentni vrijednosni papiri koje intermedijer drži za pojedinog ulagatelja na posebnom računu, različitom od zbirnog računa na kojem vrijednosne papire drži za ostale ulagatelje, pokriće su samo za prava tog ulagatelja.[1456]

Postojanje valjanog povjerenstva nije jamstvo da neće doći do manjka imovine na povjerenstvu, koji će ulagateljima pasti na teret.[1457]

Po mišljenju engleske doktrine, manjak na zbirnom računu s vrijednosnim papirima koje intermedijer drži za ulagatelje raspoređuje se, osim iznimno, svim ulagateljima za koje intermedijer drži vrijednosne papire na tom računu srazmjerno količini koju bi trebao držati za svakog od njih.[1458] Takvo mišljenje plod je uvjerenja u načelnu nemogućnost ili nepraktičnost ulaska u trag vrijednosnim papirima koji manjkaju odnosno transakciji koja je stvorila manjak.[1459] Ako im se ne može ući u trag ili bi takvo traganje bilo nepraktično, manjak se ne

[1455] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.266; Englesko pravo povjerenstva (engl. *trust law*) i propisi koji uređuju pružanje financijskih usluga od intermedijera zahtijevaju da vlastitu imovinu drži odvojeno od imovine klijenata. O tome v. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 20.

[1456] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.266

[1457] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.28; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.50

[1458] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.134; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.31, 6.37, 6.91; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 10.29; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 23. Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 67. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 42. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.51, 9.33; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-11; Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-068 - 18-069

[1459] Po mišljenju *Mossa* (Moss, Gabriel, *op.cit*. (bilj. 183), str. 67.), mogućnost ulaska u trag može postojati samo u najjednostavnijim slučajevima. *Benjamin* (Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.32) kritizira prekomjernu složenost pravila o praćenju i traganju (engl. *following and tracing*), koja tradicionalno služe za raspoređivanje manjka u skupu stvari koje pripadaju različitim osobama (engl. *mixed fund*). Po njezinom mišljenju, kod manjka na zbirnom računu vrijednosnih papira primjena tih pravila može dovesti do proizvoljnih rezultata. O teškoćama povezanim s traganjem v. i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.44. Iako smatraju da se praktične teškoće koje uzrokuje traganje nerijetko preuveličavaju, *McFarlane* i *Stevens* (McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 42.) ne dovode u pitanje opravdanost srazmjerne raspodjele manjka u slučajevima kad se ne može sa sigurnošću utvrditi točan trenutak njegovog nastanka. Po mišljenju *FMLC* (FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 23.), srazmjerno raspoređivanje manjka isključuje primjenu složenih pravila o traganju, svrha kojih je dovođenje manjka u vezu s konkretnom osobom na temelju vremena provedbe upisa na račun. O tome v. i Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 83. *et seq*., 153. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.55

može rasporediti samo konkretnom ulagatelju „čiji“ vrijednosni papiri manjkaju jer je sudjelovao u relevantnoj transakciji ni samo onim ulagateljima čija prava su mogla ostati bez pokrića jer je za njih u trenutku namire relevantne transakcije intermedijer držao vrijednosne papire ekvivalentne onima koji manjkaju. Takvo uvjerenje ne ostavlja mjesta za primjenu ni metode „tekućeg obračuna“ ni metode „pravila najnižeg privremenog stanja na računu“. U engleskom pravu manjak na zbirnom računu, na kojem se namiruju transakcije aktivnih trgovaca, raspoređuje se primjenom metode „osnovnog srazmjernog dijeljenja“.[1460] *FMLC* je zagovarao kodifikaciju takvog načina razdiobe manjka. Po mišljenju *FMLC-a*, manjak u zbirnom portfelju trebaju snositi svi oni koji polažu prava na portfelj srazmjerno svojim pravima (FMLC načelo 4).[1461] Kodifikacija je i uslijedila, iako s ograničenim dosegom primjene. Postojeće zakonsko rješenje, koje predviđa srazmjerno raspoređivanje manjka ustanovljenog na zbirnom računu, primjenjuje se samo na investicijske banke pod posebnom upravom (čl. 12. IBSAR 2011).[1462] Englesko pravo ne isključuje mogućnost individualizacije manjka ni primjene ostalih metoda njegove razdiobe u iznimnim slučajevima kad bi traganje bilo moguće i praktično. Ako bi se *e.g.* zbog neznatnog broja transakcija namirenih na zbirnom računu s lakoćom moglo ući u trag uzmanjkalim vrijednosnim papirima odnosno transakciji koja je stvorila manjak, za očekivati je da bi engleski sudovi – primjenjujući tradicionalna pravila o traganju – takav manjak rasporedili konkretnom ulagatelju ili nekolicini njih.[1463]

Manjak na posebnom računu intermedijera kod intermedijera na višoj razini s vrijednosnim papirima koje intermedijer drži samo za pojedinog ulagatelja načelno pada na teret samo tog ulagatelja. Manjak ustanovljen na tom računu ne raspoređuje se ostalim ulagateljima za koje intermedijer drži ekvivalentne vrijednosne papire na drugim računima.[1464] Jednako tako, ni manjak na zbirnom računu ne raspoređuje se ulagateljima za koje intermedijer drži vrijednosne papire na posebnim računima. Odvojeno držanje na posebnim računima u engleskom pravu može zaštiti klijente od rizika uzajamnog subvencioniranja.[1465]

[1460] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.134; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.55
[1461] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.153; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 87.
[1462] O okolnostima koje su dovele do kodifikacije v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.13; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 101. - 102., 105. – 106. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.32.
[1463] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.55; O tome v. i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6.38, 6.91; Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-067 – 18-068.
[1464] O srazmjernom raspoređivanju može biti govora samo kad se manjak ustanovi na zbirnom računu. U tom slučaju manjak se raspoređuje samo na klijente za koje intermedijer drži vrijednosne papire na tom računu. FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 20. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 44.
[1465] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.110; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 9.34

6.2 Njemačko i austrijsko pravo

Njemačka i Austrija primjeri su pravnih poredaka u kojima egzistira uparujući sustav.[1466] U takvom sustavu, saldo se uvijek usklađuje na način da se potencijalni gubitak navaljuje imatelju terećenog računa ili onog računa na koji nije proveden pripis (*e.g.* u slučaju neuspješne namire).[1467] Potencijalni gubitak prerasta u stvarni ako *e.g.* imatelja računa na koji je proveden pripis štiti poštenje, a imatelj terećenog računa od svog intermedijera ne može ostvariti zahtjev za restituciju (*i.e.* pripis na račun popraćen pribavljanjem pokrića) odnosno naknadu štete. U njemačkom i austrijskom pravu uparivanje je poželjno jer ublažava rizik inflacije (*i.e.* pojave više prava na strani ulagatelja u odnosu na obveze na strani izdavatelja). Taj rizik posebno je otegotan u pravnim poretcima (poput njemačkog i austrijskog) sa „sustavom direktnog ostvarenja", u kojima ulagatelj svoje pravo može ostvariti direktno od izdavatelja, i netransparentnim skrbničkim lancima, u kojima izdavatelj ne može (brzo i jednostavno) provjeriti osnovanost ulagateljevih zahtjeva za ostvarivanjem prava.[1468] Uparivanje odgovara i stvarnopravnom obličju njemačkog i austrijskog depozitnog prava, koje ne dopušta stjecanje vlasništva bez korespondirajućeg gubitka vlasništva.[1469]

Uparivanje se ni u Njemačkoj ni u Austriji ne provodi duž cijelog skrbničkog lanca već samo na njegovoj najvišoj kariki.[1470] Uparujući pripise i terećenja središnji depozitorij ispunjava svoju „bilježničku funkciju".[1471] Zbog netransparentnosti skrbničkog lanca, uparivanje se na nižim karikama ne može provesti jer stjecateljev skrbnik u pravilu ne zna ni

[1466] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.99; Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 7.

[1467] Za njemačko pravo v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 156. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 219., 220. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 185. – 186., 212. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 231. – 232. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/120. Ako je skrbnik namirujući transakciju teretio račun vrijednosnih papira određenog klijenta, taj klijent snosi cjelokupni gubitak. O takvom svaljivanju gubitka v. i LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.174.

[1468] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.101; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.48; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 179. - 180, 188. U pravnim poretcima u kojima egzistira sustav indirektnog ostvarenja nema bojazni od inflacije jer je isključivi adresat zahtjeva za ostvarenje prava glede vrijednosnih papira neposredni intermedijer. Ako količina vrijednosnih papira pripisanih na račune intermedijerovih klijenata premašuje količinu vrijednosnih papira pripisanih na intermedijerov računu kod intermedijera na višoj razini, na tom intermedijeru je da procijeni treba li pribaviti dodatne vrijednosne papire kako bi uravnotežio stanje na računima klijenata koje vodi sa stanjem na svom računu koji vodi intermedijer na višoj razini. Budući da se zahtjev imatelja računa temelji na pripisu na račun koji je sam proveo, intermedijer treba moći prosuditi osnovanost svakog takvog zahtjeva. *Contra* Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 36; Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 472., koji rizik inflacije vežu uz pravne poretke sa „sustavom indirektnog ostvarenja", poput američkog.

[1469] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 36; Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 472. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 74., 163. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 315

[1470] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.99, 1.135; O odnosu derivativnog stjecanja i rizika inflacije v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 360; Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 26. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 632. – 633.

[1471] O bilježničkoj funkciji središnjeg depozitorija u njemačkom pravu, koji - uparujući pripis i terećenje - ne dopušta višekratni pripis istih suvlasničkih dijelova zbirnog portfelja v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 7. Za tu funkciju središnjeg depozitorija v. i Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 2.

tko je njegov pandan na strani otuđitelja, a kamoli je li taj skrbnik proveo odgovarajuće terećenje.[1472]

U njemačkom i austrijskom pravu pokriće za prava ulagatelja razlikuje se ovisno o lokaciji vrijednosnih papira i vrsti zbirne pohrane. Kod zbirne pohrane u Njemačkoj odnosno Austriji kao i kod prekogranične žiro zbirne pohrane, pokriće su vrijednosni papiri kojih su ulagatelji suvlasnici. Kod povjereničke pohrane, pokriće su prava njemačke odnosno austrijske banke na vrijednosnim papirima, koja ona povjerenički ostvaruje za ulagatelje i na kojima počiva tražbina ulagatelja prema njoj. Neovisno o lokaciji vrijednosnih papira i vrsti zbirne pohrane, u pokriće ne spadaju vrijednosni papiri kojih je skrbnik nad kojim nije otvoren stečaj vlasnik, ako vlasništvo ne ostvaruje povjerenički za ulagatelje.

Otvaranje stečaja nad njemačkim odnosno austrijskim skrbnikom kojem manjkaju vrijednosni papiri u zbirnom portfelju otvara mogućnost da uzmanjkale vrijednosne papire kojih su ulagatelji bili suvlasnici nadomjeste ekvivalentni vrijednosni papiri u vlasništvu skrbnika u stečaju. Uvjet za to odgovornost je skrbnika za nastanak manjka u zbirnom portfelju. O protezanju pokrića na vrijednosne papire u vlasništvu skrbnika može biti govora samo ako je manjak nastao skrbnikovim protupravnim raspolaganjem vrijednosnim papirima kojih su ulagatelji (bili) suvlasnici.[1473] Kao pokriće za prava ulagatelja mogu poslužiti samo ekvivalentni vrijednosni papiri onima koji manjkaju. Protezanje pokrića nije rezultat skrbnikovog izvlaštenja, kojim bi mjesto vlasnika vrijednosnih papira skrbnik prepustio ulagateljima, već promjene naravi ulagateljevog prava i zakonskog privilegiranja tog prava u odnosu na prava iste naravi kojih su nositelji druge osobe. Nemogućnost skrbnika u stečaju da pribavi vrijednosne papire ekvivalentne onima koje je obvezan držati na pohrani ulagatelja oboružava tražbinom prema skrbniku za naknadu štete odnosno za restituciju stečenog bez osnove.[1474] Takvu tražbinu ulagatelj stječe umjesto suvlasništva, ako manjka cjelokupni zbirni portfelj, ili povrh suvlasništva, ako manjka samo dio zbirnog portfelja. I njemačko i austrijsko pravo privilegira takvu tražbinu u odnosu na tražbine ostalih stečajnih vjerovnika osnaživši je pravom prvenstva (njem. *Vorrangrechte*; (*besondere*) *Vorrechte*). Riječ je o pravu koje

[1472] O uparivanju pripisa i terećenja kao fikciji zbog nemogućnosti ulaska u trag na anonimnim tržištima v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 633.

[1473] O protupravnom raspolaganju skrbnika u njemačkom pravu v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4; u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/141; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 8.3.3. Raspolaganje je protupravno ako ga je skrbnik proveo nemajući odgovarajuće ovlaštenje ili kršeći važeći propis. Može biti riječ o otuđenju, opterećenju, poništaju ili gubitku, nepropisnom vođenju poslovnih knjiga, neurednom čuvanju ili nekom drugom postupku kojim se ugrožava tuđa imovina.

[1474] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/140.

omogućuje prioritetno namirenje osnažene tražbine iz dijela stečajne mase skrbnika, koji sadržajno odgovara uzmanjkalom pokriću (čl. 32. st. 1. t. 2. i st. 3. dDepotG; čl. 23. st. 3. i 6. öDepotG).[1475] Ekvivalentni vrijednosni papiri u vlasništvu skrbnika i skrbnikove tražbine na isporuku takvih vrijednosnih papira („posebna masa“) služe u prvom redu za namirenje takve tražbine ulagatelja („prioritetna tražbina“).[1476] Prioritetna tražbina namiruje se - u mjeri u kojoj je to moguće - isporukom vrijednosnih papira iz posebne mase (čl. 32. st. 3. r. 3. dDepotG; čl. 23. st. 6. r. 3. öDepotG).[1477] Zahvaljujući takvom načinu namirenja – koji se razlikuje od načina na koji se namiruju tražbine ostalih stečajnih vjerovnika (*i.e.* unovčenjem stečajne mase i razdiobom utrška) -, promjena naravi ulagateljevog prava nužno ne dovodi do različitih pravnih posljedica za ulagatelja. Vrijednosnih papira ulagatelj se jednako može domoći realizacijom izlučnog prava, kad je riječ o vlastitim vrijednosnim papirima, kao i prava prvenstva, kad je riječ o ekvivalentnim vrijednosnim papirima koji su dotad pripadali skrbniku. Pod uvjetom da posebna masa postoji te ovisno o njezinoj veličini, tražbina osnažena pravom prvenstva oslobađa ulagatelje tereta manjka ili im olakšava takav teret. O manjku koji pada na teret ulagatelja ne može biti govora ako je količina ekvivalentnih vrijednosnih papira u posebnoj masi barem jednaka količini uzmanjkalih vrijednosnih papira u zbirnom portfelju. Stjecanje prava prvenstva nije uvjetovano nemogućnošću ulaska u trag (njem. *Rechtsverfolgung*) vrijednosnim papirima kojima je skrbnik protupravno raspolagao.[1478] Za to je dovoljno da vrijednosne papire skrbnik protupravno optereti (*i.e.* nije nužno da ih otuđi).[1479] Budući da nije ključna krivnja već protupravnost raspolaganja, ugovorno isključenje odgovornosti skrbnika za podskrbništvo ne priječi stjecanje prava prvenstva.[1480] Ono što priječi stjecanje prava prvenstva ulagateljevo je neispunjenje obveza prema skrbniku.[1481] Steći ga može samo onaj ulagatelj koji je do otvaranja stečajnog postupka nad skrbnikom svoje obveze iz ugovora koji se odnose na relevantne vrijednosne papire ispunio u cijelosti (čl. 32. st. 1. t. 2. dDepotG, čl. 23. st. 3.

[1475] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 3 – 4. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/140 – 4/141.
[1476] Za posebnu masu u njemačkom pravu v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 8; u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/143. Posebna masa formira se za svaku vrstu odnosno rod vrijednosnih papira zasebno.
[1477] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 13; Unovčenje vrijednosnih papira koji čine posebnu masu i dioba ostvarenog utrška u većini slučajeva ne bi bili u interesu prioritetnih vjerovnika, koji potražuju vrijednosne papire a ne njihovu novčanu protuvrijednost. Unovčuju se, stoga, samo vrijednosni papiri koji se ne mogu isporučiti (*i.e.* koji preostanu nakon što se isporuče svi koji se mogu isporučiti).
[1478] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4
[1479] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4
[1480] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4; Ni u austrijskom pravu ne traži se krivnja skrbnika, v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/141.
[1481] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 4. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/142. To može biti obveza plaćanja skrbničke naknade, obeštećenja skrbnika za troškove te otplate kredita osiguranog založnim pravom.

öDepotG) ili barem 90 % sudeći prema vrijednosti tražbine na isporuku vrijednosnih papira i, u potonjem slučaju, ako je neispunjeni dio ispunio unutar prekluzivnog roka od tjedan dana od poziva stečajnog upravitelja (čl. 32. st. 1. t. 3. dDepotG, čl. 23. st. 4. öDepotG). Uskratiti ulagatelju pravo prvenstva zbog neispunjenja neznatnog dijela obveze ne davši mu pritom mogućnost da naknadno ispuni taj dio bilo bi protivno načelu savjesnosti i poštenja.[1482] Neosnaženu tražbinu ulagatelja, koji se nije domogao prava prvenstva zbog neispunjenja obveze prema skrbniku, stečajni upravitelj skrbnika ne smije namiriti koristeći se pravom na izbor (čl. 103. InsO) prije nego što namiri sve prioritetne tražbine.[1483]

Manjak u zbirnom portfelju, koji skrbnik nije obvezan ili zbog stečaja ne može ukloniti čak ni prepuštanjem vlastitih ekvivalentnih vrijednosnih papira, i njemačko i austrijsko pravo svaljuje na teret ulagatelja. U oba prava raspoređivanje manjka provodi se metodom „osnovnog srazmjernog dijeljenja".[1484] Neovisno je li riječ o suvlasnicima zbirnog portfelja ili vjerovnicima tražbine iz povjereničkog odnosa, svi ulagatelji čine zajednicu rizika (njem. *Risikogemeinschaft*; *Gefahrengemeinschaft*) zbog čega ih manjak pogađa srazmjerno (njem. *anteilig*).[1485] Kad je riječ o suvlasnicima zbirnog portfelja taj srazmjer određuje se prema pripadajućim suvlasničkim dijelovima.[1486] Tražbina na isporuku svakog suvlasnika smanjuje se u mjeri u kojoj na njega otpada manjak, neovisno o tome je li skrivio njegov nastanak (čl. 7. st. 2. r. 1. dDepotG; čl. 6. st. 1 r. 2. öDepotG).[1487] Isto vrijedi i za tražbinu ulagatelja prema banci iz povjereničkog odnosa kod zbirne pohrane u inozemstvu. Manjak u inozemnom zbirnom portfelju, koji je nastao zbog postupaka, događaja i zahvata trećih (uključujući stranog skrbnika i njegovih pomoćnika) za koje banka ne odgovara, rezultira srazmjernim smanjenjem takve tražbine.[1488] Sve pravne i gospodarske nedaće i štete na portfelju koji služi kao pokriće klijentove tražbine prema banci uzrokovane višom silom, ratnim događanjima, nemirima, prirodnim nepogodama ili ostalim zahvatima trećih u inozemstvu za koje banka nije odgovorna

[1482] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 5
[1483] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 16
[1484] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.135
[1485] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 4; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 191; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 87, 150; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 156. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 149., 175. – 176., 218., 220. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 187. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 232. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/39, 4/77 – 4/78, 4/81, 4/120. Micheler, Eva, Entwicklung, *op.cit*. (bilj. 76), str. 381. *contra* Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 509., koji manjak svaljuje na teret samo onih ulagatelja čiji vrijednosni papiri manjkaju jer ih je skrbnik – postupajući protivno ulagateljevom nalogu – propustio pribaviti.
[1486] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 4; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 84. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/39; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-15.
[1487] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 7 Rd. 4; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 187.
[1488] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/78, 4/81; O tome v. i Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 100.

ili u svezi s raspolaganjima javne vlasti u zemlji ili inozemstvu srazmjerno padaju na teret klijenta u korist kojeg je banka provela WR-pripis (t. 12(4) r. 3. SW).[1489] Banka nije obvezna ukloniti manjak ako i u mjeri u kojoj nije skrivila njegov nastanak. Obveza banke na isporuku po okončanju ugovora o pohrani u inozemstvu odnosi se na udio ulagatelja u imovini koja čini pokriće u tom trenutku. Ako posebna masa nije dovoljna za njihovo potpuno namirenje, prioritetne tražbine namiruju se srazmjerno njihovim nominalnim iznosima.[1490]

Manjak se raspoređuje prema omjeru sudjelovanja u ukupnoj količini vrijednosnih papira na zbirnom računu u vrijeme njegovog nastanka. Ako se to vrijeme ne može utvrditi, kao relevantno uzima se stanje skrbnikovih evidencija u vrijeme njihovog zatvaranja na dan koji prethodi danu kad je manjak ustanovljen.[1491]

6.3 Američko pravo

Američko pravo širom otvara prostor za pojavu manjka ne uvjetujući nastanak ovlasti postojanjem pokrića. Uobičajena je praksa intermedijera provesti pripis u korist klijenta ne čekajući provedbu pripisa u svoju korist.[1492] Manjak je u pravilu kratkotrajan jer intermedijeri podliježu zakonskoj obvezi promptnog pribavljanja i držanja odgovarajuće količine financijske imovine (§ 8-504 UCC). Ne vežući striktno nastanak ovlasti uz provedbu pripisa i ne inzistirajući na terećenju računa u slučaju raspolaganja financijskom imovinom koja služi kao pokriće američko pravo ostavlja mogućnost za pojavu prikrivenog manjka, koji ne otkriva (površni) uvid u evidencije intermedijera.

U američkom pravu financijska imovina koju drži intermedijer služi u prvom redu kao pokriće za prava ulagatelja. U mjeri potrebnoj da ispuni sve ovlasti glede određene financijske imovine, sva prava na toj financijskoj imovini koja drži intermedijer on drži za ovlaštenike (§ 8-503(a) UCC 1994).[1493] Pokriće za prava ulagatelja nazire se iz zakonskog opisa predmeta tih prava. Stvarno pravo ovlaštenika glede određene financijske imovine koju drži intermedijer srazmjerno je stvarno pravo na svim pravima na toj financijskoj imovini koju drži intermedijer (§ 8-503(b) UCC 1994). Protezanje pokrića na svu ekvivalentnu financijsku imovinu u posjedu

[1489] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.96; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 199. – 200. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 420., 480. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 334.
[1490] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 32 Rd. 13
[1491] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.136; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 192.
[1492] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 198.
[1493] Takvu formulaciju nameće nužda zbog toga što američki intermedijeri načelno ne odvajaju vrijednosne papire na takav način da se mogu utvrditi oni koje drže za svoje klijente, v. službeni komentar br. 1 odredbe § 8-503 UCC 1994; LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.78; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 215. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 325. Korištenje *nostro* pozicija kao pokrića za ovlasti potvrđuje i *Kuhn*, v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 6. O tome v. i Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1518.

ili pod kontrolom intermedijera *Facciolo* opravdava nemogućnošću ulagatelja da uđe u trag konkretnom, pojedinačno određenom vrijednosnom papiru na koji bi mogao polagati pravo.[1494]

Propisanu namjenu financijske imovine koju drži intermedijer ne može izmijeniti određujući za koga je drži, odnosno držeći je na jednom ili više računa vrijednosnih papira. U mjeri u kojoj je to potrebno, ekvivalentna financijska imovina koju intermedijer istovremeno drži za sebe pokriće je za prava ulagatelja, jednako kao takva financijska imovina koju drži za ulagatelje. Imovinu koju drži za sebe intermedijer ne može prenamijeniti odvojivši je na poseban račun vrijednosnih papira. Kao i onda kad je na zbirnom računu zajedno s ekvivalentnom financijskom imovinom koju drži za ulagatelje, tako odvojena financijska imovina pokriće je za prava ulagatelja. Američko pravo segregaciji ne priznaje „stvarnopravni učinak".[1495] Identitet imatelja računa ne utječe na pripadnost odnosno svrhu vrijednosnih papira koji su evidentirani na tom računu. Ovlaštenici ne pretendiraju samo na onaj dio financijske imovine koji je intermedijer namijenio za pokriće ovlasti, već na svu takvu imovinu određene vrste koju intermedijer drži u mjeri u kojoj je potrebna za tu svrhu.

Propisanu namjenu financijske imovine koju drži intermedijer koji nije društvo za poravnanje ne može izmijeniti ni zasnivanjem prava radi osiguranja na toj imovini u korist svojih vjerovnika. U mjeri u kojoj je to potrebno, ekvivalentna financijska imovina pod njegovom kontrolom, koja je predmet takvog prava radi osiguranja, primarno služi za pokriće ovlasti. Ako intermedijer nema dovoljno prava na određenoj financijskoj imovini da ispuni obveze prema ovlaštenicima s ovlastima glede te financijske imovine i obvezu prema svom vjerovniku koji ima pravo radi osiguranja na toj financijskoj imovini, prava ovlaštenika (različitih od vjerovnika) u prednosti su pred pravom vjerovnika (§ 8-511(a) UCC 1994). Pravo radi osiguranja svom nositelju ne jamči prioritetno namirenje osigurane tražbine iz vrijednosti financijske imovine. Osigurana tražbina može se namiriti samo iz onog dijela financijske imovine koji nije potreban za pokriće ovlasti. Pravo radi osiguranja intermedijerovih vjerovnika na financijskoj imovini pod kontrolom intermedijera ne može, stoga, biti uzrok manjka koji pada na teret ovlaštenika. Nebitno je kad je koje pravo nastalo te je li u vrijeme nastanka svakog od njih postojalo ili manjkalo pokriće.[1496] Za prenamjenu financijske imovine potrebno je da,

[1494] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 660. *Facciolo* naglašava važnost donošenja takve pravnopolitičke odluke.

[1495] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.156; Identitet imatelja računa ne utječe na pripadnost evidentiranih vrijednosnih papira.

[1496] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 377. – 378., 383. *Mooney* upozorava na neprikladnost pridavanja značenja vremenu zbog nemogućnosti konkurenata da (*ex ante* ili *ex post*) saznaju za relevantne događaje (*i.e.* raspolaganja kojima nastaju konkurirajuća prava) i na njih utječu. Ishod pridavanja značenja vremenu stjecanja prava bio bi, po njegovom mišljenju, zbunjujući, čudan i neprincipijelan. O tome v. i

povrh zasnivanja prava radi osiguranja, intermedijer – koji nije društvo za poravnanje - prepusti kontrolu nad financijskom imovinom osiguranom vjerovniku (§ 8-511(b) UCC 1994).[1497]

Irelevantnost svrhe stjecanja i namjene držanja financijske imovine, „stvarnopravna neučinkovitost" segregacije i podređenost prava radi osiguranja intermedijerovih vjerovnika koji ne kontroliraju financijsku imovinu smanjuju izglede za nastanak manjka koji bi pao ulagateljima na teret. Ako takav manjak ipak nastane, raspoređuje se na način koji proizlazi iz zakonskog opisa ulagateljevog prava. Stvarno pravo ovlaštenika glede određene financijske imovine koju drži intermedijer srazmjerno je stvarno pravo na svim pravima na toj financijskoj imovini koju drži intermedijer (§ 8-503(b) UCC 1994). Srazmjernost prava pojedinog ulagatelja smetnja je za individualizaciju manjka (*i.e.* onemogućuje svaljivanje cjelokupnog manjka na teret pojedinog ulagatelja). Budući da pojedini vrijednosni papir ne pripada isključivo pojedinom ulagatelju („ulagatelju za kojeg intermedijer drži taj vrijednosni papir"), ne utvrđuje se „čiji" vrijednosni papiri manjkaju, već se manjak srazmjerno raspoređuje svim ulagateljima za koje je intermedijer u relevantnom trenutku držao ekvivalentne vrijednosne papire.[1498] Ni da je pojedini ulagatelj nositelj samostalnog prava na pojedinačno određenom vrijednosnom papiru, manjak se – po uvriježenom mišljenju doktrine – ne bi mogao individualizirati. Razlog tome nemogućnost je ili nepoželjnost primjene pravila o traganju.[1499] Iz istog razloga američko pravo uskraćuje važnost vremenu kad je ovlaštenik stekao ovlast, odnosno kad je intermedijer stekao pravo na toj financijskoj imovini (§ 8-503(b) UCC 1994). Niti ovlaštenik koji je ranije stekao ovlast ima prednost pred ovlaštenikom koji ju je kasnije stekao, niti ovlaštenik koji je ovlast stekao dok je još postojalo pokriće ima prednost pred ovlaštenikom koji ju je stekao kad pokrića više nije bilo. Ranije stjecanje ovlasti odnosno stjecanje ovlasti za koju postoji pokriće ne povećava izglede ovlaštenika da će mu intermedijer moći ispuniti preuzete obveze. Jednako tako, stjecanje ovlasti za koje ne postoji pokriće odnosno kasnije stjecanje ovlasti ne stavlja

Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 551. - 552. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1516.

[1497] O kontroli u američkom pravu podrobnije *infra*, str. 346. *et seq*.

[1498] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 356. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 207.

[1499] *Schroeder* (Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 333.) smatra da bi primjena pravila o traganju na sustav posrednog držanja vrijednosnih papira dovela do proizvoljnog, nepredvidivog i nepravednog rezultata. Po mišljenju *Facciola* (Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 623.), traganje je implicitno napustila već novela čl. 8. UCC iz 1978. godine uvevši u zakonski tekst institut zbirnog portfelja (engl. *fungible bulk*) i konstatiravši suvlasništvo na svemu onome od čega se sastoji. *Mooney* (Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 315.) otklanja mogućnost raspoređivanja gubitka pomoću doktrine o traganju iz razloga što kod prijenosa prava na zbirni portfelj vrijednosnih papira pod kontrolom intermedijera klijent ne može sa sigurnošću utvrditi da će ugovoreno stvarno pravo steći i da će ga moći zadržati. O tome v. i Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1902.

ovlaštenika u nepovoljniji položaj od onog u kojem bi bio da je stekao ovlast za koje je postojalo pokriće odnosno da ga je ranije stekao. Neovisno o vremenu stjecanja ovlasti i (ne)postojanju pokrića u tom trenutku, svaki ovlaštenik polaže srazmjerno pravo na financijsku imovinu koju drži intermedijer. Nepridavanje važnosti vremenu stjecanja odraz je uvjerenja u nemogućnost njegovog točnog utvrđivanja.[1500] Protezanjem prava svakog ovlaštenika na cjelokupnu financijsku imovinu određene vrste koju drži intermedijer ujednačena je pravna sudbina svih ovlaštenika koji polažu pravo na imovinu te vrste. Opravdanje za jednaku pravnu sudbinu svih takvih ovlaštenika *Mooney* pronalazi u zajedničkim interesima, jednakom postupanju, preuzimanju istih rizika i zajedničkom intermedijeru.[1501]

Do otvaranja stečaja nad intermedijerom manjak u zbirnom portfelju pada isključivo na teret onih ulagatelja za koje intermedijer drži ekvivalentne vrijednosne papire onima koji manjkaju. Ostali ulagatelji, za koje solventni intermedijer drži vrijednosne papire druge vrste odnosno roda, ne snose teret takvog manjka. Isto vrijedi i nakon otvaranja stečaja nad federalno osiguranom bankom.[1502] Otvaranje stečaja nad registriranim brokerom-*dealerom*, kod koga se ustanovi manjak u zbirnom portfelju, izjednačava pravnu sudbinu ulagatelja za koje takav intermedijer u stečaju drži vrijednosne papire na zbirnoj pohrani.[1503] Manjak u zbirnom portfelju kod takvog intermedijera u stečaju snose svi takvi ulagatelji, neovisno o vrsti odnosno rodu vrijednosnih papira, kako onih koji manjkaju tako i onih koje intermedijer drži za svakog od njih.[1504] Svaki ulagatelj sa statusom „klijenta“ (engl. *customer*) u smislu odredbe 15 U.S. Code § 78lll(2) odnosno 11 U.S.C. § 741(2) uživa pravo prioritetnog namirenja svoje tražbine prema takvom intermedijeru u stečaju u visini „neto kapitala“ (engl. *net equity*) u smislu odredbe 15 U.S. Code § 78lll(11) odnosno 11 U.S.C. § 741(6) iz cjelokupne „imovine klijenata“

[1500] Po mišljenju *Rogersa*, multilateralni obračun onemogućuje rekonstrukciju slijeda događaja da bi se pouzdano moglo utvrditi tko je kad stekao koja prava na kojim vrijednosnim papirima, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1516. Obračun je, i po mišljenju *Schroeder*, razlog za nemogućnost primjene tradicionalnog načela traganja kod investicijskih vrijednosnih papira, v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 332. Slično i Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 81.

[1501] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 337.

[1502] U slučaju stečaja takvog intermedijera ne primjenjuje se SIPA već FDIA, koja ne sadrži posebna pravila o raspoređivanju manjka pa vrijedi čl. 8. UCC 1994. O tome podrobnije v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 243. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 181., 186. – 187. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 548. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 16. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 206. Klees, Edward H, *op.cit*. (bilj. 472), str. 125. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-067.

[1503] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 354., 360. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 246.

[1504] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 358. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 16. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 459. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 8; Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 177. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 548. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 101. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 206. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 368. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 656. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-067

(engl. *customer property*) u smislu 15 U.S. Code § 78lll(4) odnosno 11 U.S.C. § 741(4).[1505] Svi klijenti posrnulog brokera-*dealera* srazmjerno snose rizik gubitka uslijed manjka financijske imovine, neovisno o kojoj je imovini riječ. Tražbina ulagatelja namiruje se - u mjeri u kojoj je to moguće - isporukom vrijednosnih papira ekvivalentnih onima koje je broker-*dealer* u stečaju držao za tog ulagatelja (15 U.S. Code § 78fff-2(b)).[1506] Ne isporučuju se samo vrijednosni papiri koji se zateknu kod brokera-*dealera* u vrijeme otvaranja stečaja, već i oni koje stečajni upravitelj – koristeći se sredstvima iz SPIC fonda – kupi za tog ulagatelja (15 U.S. Code § 78fff-2(d)). Ako „imovina klijenata" uvećana za pripadajuća sredstva iz SPIC fonda nije dovoljna za njihovo potpuno namirenje, tražbine „klijenata" namiruju se srazmjerno. Nenamireni dio tražbine svaki ulagatelj može ostvarivati, uz bok ostalim stečajnim vjerovnicima, iz stečajne mase brokera-*dealera*.

6.4 Švicarsko pravo

Kao pokriće za knjižne efekte skrbnikovih klijenata u švicarskom pravu služe svi knjižni efekti određene vrste koje drži skrbnik, neovisno o tome za koga ih drži (za sebe ili za svoje klijente), kod koga ih drži (kod jednog ili više podskrbnika) i kako ih drži (na odvojenim (*loro* i *nostro*) računima ili na jednom računu).[1507] O manjku u švicarskom pravu ne može biti govora dokle god skrbnik drži dovoljno „odmah dostupnih" knjižnih efekata.[1508] Odmah su dostupni, *inter alia*, knjižni efekti na skrbnikovom računu vrijednosnih papira kod podskrbnika (čl. 11. st. 3. t. a. FISA).[1509] Nije riječ samo o knjižnim efektima na tzv. *loro* računu, koje skrbnik drži za svoje klijente, već i o knjižnim efektnima na tzv. *nostro* računu, koje skrbnik drži za sebe.[1510] U švicarskom pravu manjak ne nastaje dokle god je vlastita („nostro") pozicija skrbnika u ekvivalentnim knjižnim efektima dovoljna da popuni praznine u („loro") poziciji, koju skrbnik

[1505] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 353. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 466. – 467. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 547. Joo, Thomas W., *op.cit*. (bilj. 181), str. 1095. – 1096. Pojam „klijent" obuhvaća *inter alios* osobu koja od intermedijera potražuje vrijednosne papire držane na pohrani u okviru redovnog poslovanja. Pojam „neto kapital" označava razliku između vrijednosti *inter alia* pohranjenih vrijednosnih papira na dan podnošenja prijedloga za otvaranja stečaja i duga klijenta prema intermedijeru u stečaju. Pojam „imovina klijenata" obuhvaća *inter alia* vrijednosne papire - osim „vrijednosnih papira na ime klijenta" (engl. *customer name securities*) – koje intermedijer drži za klijenta.

[1506] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 367. – 368. Joo, Thomas W., *op.cit*. (bilj. 181), str. 1112. *et seq*. Ako se postupak ne provodi u skladu sa SIPA-om već BC-om, tražbina se ne namiruje isporukom vrijednosnih papira već isplatom utrška ostvarenog njihovim unovčenjem. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 464. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 657. Guttman, Egon, Transfer, *op.cit*. (bilj. 12), str. 460.

[1507] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 25, 41 - 42

[1508] v. čl. 11. st. 1. FISA; Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 8

[1509] Odmah dostupni u smislu odredbe čl. 11. st. 3. FISA mogu biti samo knjižni efekti. Da neposredno držanim vrijednosnim papirima tu nije mjesto proizlazi iz činjenice da odredba čl. 11. st. 1. FISA ne obuhvaća skrbnike na najvišoj razini, v. Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 43.

[1510] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 11 Rd. 42; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 357. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 55. – 56.

drži za svoje klijente. Kao ni obveza skrbnika da promptno ukloni manjak kupnjom knjižnih efekata (čl. 11. st. 2. FISA), tako ni korištenje knjižnim efektima koje skrbnik drži za sebe kao pokrićem za knjižne efekte skrbnikovih klijenata ne ovisi o razlozima koji su doveli do toga da skrbnik ne drži dovoljno knjižnih efekata za svoje klijente.[1511] *Nostro* pozicije tretiraju se kao *loro* pozicije (neovisno jesu li na istom ili na različitim računima) ne samo onda kad je skrbnik skrivio nedostatnost potonjih već uvijek kad bi drugačiji tretman knjižne efekte njegovih klijenata ostavio bez pokrića. Takav tretman *nostro* pozicija doktrina kritizira smatrajući ga nepravednim kad je nedostatnost *loro* pozicija uzrokovao događaj koji skrbnik nije mogao predvidjeti ni izbjeći.[1512] Pokretanje prisilne likvidacije nad skrbnikom načelno ne mijenja tretman *loro* i *nostro* pozicija. Likvidatora švicarsko pravo obvezuje da knjižne efekte na skrbnikovom računu kod podskrbnika izluči iz likvidacijske mase u mjeri u kojoj to zahtijeva ukupna količina knjižnih efekata na računima koje skrbnik vodi za svoje klijente (čl. 17. st. 1. t. a. FISA). Obveza likvidatora proteže se na ekvivalentne knjižne efekte koje skrbnik drži za sebe ako izlučeni knjižni efekti koje drži za svoje klijente ne bi bili dovoljno pokriće (čl. 19. st. 1. FISA).[1513] Način na koji skrbnik u likvidaciji drži knjižne efekte kod podskrbnika pritom ne igra nikakvu ulogu. Ako – postupajući protivno zakonskoj obvezi segregacije - sve knjižne efekte skrbnik drži na istom računu kod podskrbnika, neovisno za koga ih drži, smatra se da ih sve drži za svoje klijente (čl. 17. st. 2. FISA).[1514] Obveza izlučenja knjižnih efekata koje skrbnik drži za sebe vrijedi i onda kad ih drži na posebnom računu, odvojeno od knjižnih efekata koje drži za svoje klijente (čl. 19. st. 1. FISA).[1515]

Osim knjižnih efekata na skrbnikovom računu vrijednosnih papira kod podskrbnika (čl. 11. st. 3. t. a. FISA) i zbirno pohranjenih vrijednosnih papira (bilo da su o njima izdane pojedinačne isprave ili globalna isprava) i registarskih vrijednosnih prava, koje skrbnik drži neposredno, te jednostavnih vrijednosnih prava koja su upisana u njegovom glavnom registru (čl. 11. st. 3. t. b. FISA), pokriće su i odmah dostupne (engl. *readily available*; njem. *frei verfügbare*) tražbine za isporuku knjižnih efekata prema drugom skrbniku u propisanom ili uobičajenom roku za namiru na relevantnom tržištu, koji nije dulji od osam dana (čl. 11. st. 3. t. c. FISA).

[1511] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 12, 23

[1512] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 23; Kao primjer takvog događaja *Kuhn* spominje slučaj protupravne konfiskacije stranih vrijednosnih papira koje drži podskrbnik u inozemstvu.

[1513] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 1; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 459.

[1514] Ne može, stoga, biti govora o manjku dokle god je količina knjižnih efekata na tom računu veća od ukupne količine knjižnih efekata te vrste na računima vrijednosnih papira skrbnikovih klijenata.

[1515] Witmer, Jörg, *op.cit*. (bilj. 82), Art. 12 Rd. 10; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 9; Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit.* (bilj. 5), str. 98. *Nostro* pozicije čine, osim knjižnih efekata na posebnom *nostro* računu, i knjižni efekti na zajedničkom, zbirnom računu za koje skrbnik uspije oboriti zakonsku presumpciju.

Kao pokriće za knjižne efekte skrbnikovih klijenata u obzir dolaze samo ekvivalentni knjižni efekti koje drži skrbnik.[1516] Za knjižne efekte određene vrste pokriće mogu biti samo knjižni efekti te vrste. U švicarskom pravu o manjku može biti govora neovisno o postojanju i vrijednosti *nostro* pozicije u drugim knjižnim efektima. To vrijedi kako prije tako i nakon pokretanja prisilne likvidacije nad skrbnikom.

U švicarskom pravu manjak se imateljima računa može rasporediti samo u slučaju prisilne likvidacije skrbnika.[1517] Njezino pokretanje onemogućuje skrbnika da ispuni zakonsku obvezu promptno ukloniti manjak kupnjom knjižnih efekata (čl. 11. st. 2. FISA). Nedostatnost „odmah dostupnih" knjižnih efekata, uključujući one koje skrbnik drži za sebe, skopčana s nemogućnosti pribavljanja ekvivalentnih knjižnih efekata onima koji manjkaju, prevaljuje teret manjka na klijente skrbnika u prisilnoj likvidaciji. Manjak na zbirnom računu, na kojem skrbnik drži knjižne efekte za svoje klijente, raspoređuje se tim klijentima primjenom „pravila o srazmjernoj raspodjeli gubitka" (engl. *pro-rata loss sharing rule*). Klijenti skrbnika u prisilnoj likvidaciji snose taj teret srazmjerno količini ekvivalentnih knjižnih efekata onima koji manjkaju na računu vrijednosnih papira svakog od njih (čl. 19. st. 2. FISA). Primjenu tog pravila doktrina opravdava specifičnostima sustava posrednog držanja, uključujući nemogućnost ulaska u trag određenoj vrsti imovine.[1518] Utvrđivanje okolnosti pod kojima je manjak nastao te redoslijeda pripisa i terećenja opteretili bi likvidacijski postupak teškoćama s kojima bi se teško nosio.[1519] Za štetu koju pretrpe takvim raspoređivanjem manjka klijenti imaju pravo od skrbnika zahtijevati naknadu u ulozi običnih vjerovnika u okviru likvidacijskog postupka.[1520]

Teret manjka na zbirnom računu (*i.e.* gubitak) ne snose ni klijenti za koje skrbnik na tom računu drži neekvivalentne knjižne efekte onima koji manjkaju ni klijenti za koje skrbnik drži ekvivalentne knjižne efekte onima koji manjkaju ali na posebnom računu kod podskrbnika.[1521] Švicarsko pravo ostavlja, stoga, prostor da se odvajanjem na poseban račun knjižni efekti koje skrbnik drži za jednog svog klijenta zaštite od negativnih posljedica manjka ustanovljenog na drugom računu s knjižnim efektima koje skrbnik drži za ostale klijente.[1522]

[1516] Hess, Martin; Sägesser, Heidi, *op.cit*. (bilj. 683), Art. 17 Rd. 45; Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 98.
[1517] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 21
[1518] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 31
[1519] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 459.
[1520] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 28; Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 461. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 68. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 459. Za takvu štetu skrbnik odgovara objektivno.
[1521] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 22
[1522] Odredba čl. 19. st. 2. FISA-e dispozitivnog je karaktera pa nema zapreke za dogovor o drugačijem načinu raspodjele gubitka od propisanog. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 19 Rd. 22; Reiser, Nina, *op.cit*. (bilj. 47), str. 461. Fahrländer, Lukas, *op.cit*. (bilj. 86), str. 74.

6.5 Ženevska konvencija

Za manjak u smislu Ženevske konvencije potrebno je da ukupan broj ili količina vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira određenog opisa, koji su - sukladno odredbama čl. 25. Ženevske konvencije - raspoređeni jednom imatelju računa, grupi imatelja računa ili imateljima računa općenito, bude manji od ukupnog broja ili količine vrijednosnih papira tog opisa koji su pripisani na račune tog imatelja računa, te grupe imatelja računa ili imatelja računa općenito (čl. 26. st. 2. Ženevske konvencije). Je li manjak nastao i tko ga snosi ovisi, stoga, o tome kako su vrijednosni papiri i posredovani vrijednosni papiri raspoređeni.

Načelno, svi vrijednosni papiri i posredovani vrijednosni papiri svakog pojedinog opisa koje intermedijer drži na neki od načina iz čl. 24. st. 2. Ženevske konvencije raspoređuju se na prava imatelja računa tog intermedijera u mjeri u kojoj je to nužno za ispunjenje obveze intermedijera držati dovoljno pokriće (čl. 25. st. 1. Ženevske konvencije). Svi vrijednosni papiri određenog opisa koje drži intermedijer pokriće su za prava njegovih klijenata koja se odnose na vrijednosne papire tog opisa, neovisno drži li ih za sebe ili za svoje klijente, posredno ili neposredno, na posebnom ili na zbirnom računu.[1523] Nema govora o manjku dokle god je ukupna količina vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira koje intermedijer drži barem jednaka ukupnoj količini takvih vrijednosnih papira koje je intermedijer pripisao na račune svojih klijenata. Ekvivalentni posredovani vrijednosni papiri koje intermedijer drži za sebe, neovisno drži li ih na posebnom računu odvojeno od vrijednosnih papira koje drži za svoje klijente ili na zbirnom računu zajedno s vrijednosnim papirima koje drži za klijente, služe kao osigurač koji priječi nastanak manjka ili smanjuje njegovu veličinu.[1524]

Iako ih načelno uključuje, Ženevska konvencija ostavlja mogućnost izuzimanja vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira svakog pojedinog opisa koje

[1523] Ženevska konvencija po tom pitanju slijedi američki pristup. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.275. Takav način raspoređivanja vrijednosnih papira štiti ne samo ulagatelje (v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 25-1) već i integritet sustava posrednog držanja (v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 11; Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 558.). Irelevantnost načina držanja naglašava se izričitim spominjanjem i vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira u čl. 25. Ženevske konvencije. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 25.11.

[1524] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.164; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.168; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 25-18; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 332; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 125. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 98. U slučaju da intermedijer na zbirnom računu ne drži dovoljno vrijednosnih papira za svoje klijente, manjak ne nastaje dokle god za sebe drži dovoljno ekvivalentnih vrijednosnih papira na posebnom, „kućnom" računu. To što ih je namijenio sebi i u tu svrhu odvojio ne može spriječiti njihovo korištenje kao pokriće za prava njegovih klijenata. U slučaju zajedničkog držanja svih vrijednosnih papira na istom računu, uzima se da u prvom redu manjkaju vrijednosni papiri koje intermedijer drži za sebe. Krivnja i odgovornost intermedijera, pritom, na igraju nikakvu ulogu.

intermedijer odvojeno drži za sebe od raspoređivanja na prava njegovih klijenata. Kad sve vrijednosne papire i posredovane vrijednosne papire koje drži za svoje imatelje računa intermedijer drži odvojeno od vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira koje drži za sebe, država ugovornica može izjaviti da se po njezinom nekonvencijskom pravu na prava intermedijerovih imatelja računa raspoređuju samo vrijednosni papiri i posredovani vrijednosni papiri koje intermedijer odvojeno drži za njih (čl. 25. st. 5. Ženevske konvencije).[1525] U tom slučaju manjak nastupa čim ukupna količina vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira određenog opisa koje intermedijer drži za svoje klijente ne bude barem jednaka ukupnoj količini takvih vrijednosnih papira koje je pripisao na njihove račune. Odvojenom držanju vrijednosnih papira nekonvencijsko pravo može priznati stvarnopravne učinke.[1526]

Manjak ustanovljen kod intermedijera u stečaju načelno pada na teret onih imatelja računa kojima su raspoređeni uzmanjkali vrijednosni papiri i posredovani vrijednosni papiri. U svrhu njihovog raspoređivanja, vrijednosne papire i posredovane vrijednosne papire intermedijer može odvojeno držati za svoje imatelje računa općenito (čl. 25. st. 4. t. (a) Ženevske konvencije) ili za pojedine imatelje računa ili grupe imatelja računa (čl. 25. st. 4. t. (b) Ženevske konvencije).[1527] Manjak vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira određenog opisa koji su raspoređeni jednom imatelju računa Ženevska konvencija svaljuje na teret isključivo tom imatelju računa (čl. 26. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije). Imatelj računa sam snosi rizik manjka vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira tog opisa, koji su samo njemu raspoređeni.[1528] Manjak vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira

[1525] LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.159, 1.164; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.169, 4.171; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 98. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 50. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 89., 125. Po *Mooneyjevom* mišljenju, nije izgledno da bi SAD dale takvu izjavu. O ostavljanju takve mogućnosti kritički Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 293.

[1526] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 25-7; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 215. Stvarnopravni učinci segregacije smetnja su za raspoređivanje imateljima računa (posredovanih) vrijednosnih papira koje intermedijer odvojeno drži za sebe.

[1527] Odvojeno držanje uobičajeni je način raspoređivanja (posredovanih) vrijednosnih papira imateljima računa. Odvajanje vrijednosnih papira Ženevska konvencija ne nameće već samo omogućuje. (Posredovane) vrijednosne papire koje drži za pojedine imatelje računa ili grupe imatelja računa intermedijer može držati odvojeno ne samo od ekvivalentnih (posredovanih) vrijednosnih papira koje drži za sebe već i onih ekvivalentnih (posredovanih) vrijednosnih papira koje drži za ostale imatelje računa. Kad (neposredno) drži vrijednosne papire intermedijer ih fizički odvaja, a kad drži posredovane vrijednosne papire intermedijer na višoj razini vodi ih na odvojenim računima. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 25-15; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 209., 213.

[1528] Riječ je o slučaju kad za pojedinog imatelja računa intermedijer drži posredovane vrijednosne papire na zasebnom računu kod intermedijera na višoj razini, odvojeno ne samo od posredovanih vrijednosnih papira koje drži za sebe već i od posredovanih vrijednosnih papira koje drži za ostale imatelje računa. Takav imatelj računa sam snosi rizik manjka na tom (zasebnom) računu ali ne snosi rizik manjka na zbirnom računu na kojem

određenog opisa koji su raspoređeni grupi imatelja računa ili imateljima računa općenito, Ženevska konvencija stavlja na teret svih njih srazmjerno broju odnosno količini vrijednosnih papira tog opisa koji su pripisani na račune svakog od njih (čl. 26. st. 2. t. (b) Ženevske konvencije). Irelevantno je vrijeme kad je pojedini imatelj računa stekao posredovane vrijednosne papire.[1529] Svi ti imatelji računa dijele rizik manjka vrijednosnih papira i posredovanih vrijednosnih papira tog opisa, koji su im svima raspoređeni. Manjak se na njih raspoređuje primjenom pravila o srazmjernoj raspodjeli gubitka (engl. *pro rata sharing regime for allocating losses to account holders*) uzimajući pritom u obzir svako izdanje vrijednosnih papira zasebno (engl. *on an issue-by-issue basis*).[1530]

Odluku o tome tko i kako snosi manjak kod intermedijera u stečaju koji je operater sustava na namiru vrijednosnih papira Ženevska konvencija prepušta, u mjeri u kojoj to dopušta nekonvencijsko pravo, jedinstvenim pravilima tog sustava pod uvjetom da ona sadrže odredbu koja uređuje to pitanje (čl. 26. st. 3. Ženevske konvencije).[1531]

Ženevska konvencija ne dotiče se manjka kod intermedijera nad kojim nije otvoren stečaj. Na pitanje tko i kako snosi manjak koji intermedijer može ali nije obvezan ukloniti (*e.g.* jer je skrivljen na višoj kariki skrbničkog lanca) Ženevska konvencija ne daje odgovor.[1532]

Ni kod intermedijera u stečaju manjak se nužno ne raspoređuje primjenom konvencijskog pravila. Ženevska konvencija prednost daje drugačijem „pravilu primjenjivom u stečajnom postupku“ (čl. 26. st. 1. Ženevske konvencije). Nije nužno riječ o pravilu stečajnog

intermedijer drži posredovane vrijednosne papire za ostale svoje imatelje računa ni na zasebnom računu na kojem intermedijer drži posredovane vrijednosne papire za nekog drugog svog imatelja računa. Radni nacrti Ženevske konvencije nisu predviđali takvo odstupanje od pravila o srazmjernoj raspodjeli gubitka s obrazloženjem da o tome na kojem će se računu utvrditi manjak ovisi dobrim dijelom o slučaju i da rizik treba podijeliti umanjujući time izglede za veći gubitak. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.166 – 1.167; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.182 - 4.183.

[1529] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 333; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.178; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 577.

[1530] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 26-7; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 260. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 55. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 431. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.166; Za kritiku takvog rješenja v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.64(7). Razlog za kritiku neuzimanje je u obzir potencijalne mogućnosti ulaska u trag uzmanjkalim vrijednosnim papirima odnosno transakciji koja je stvorila manjak. Ako bi to bilo moguće, manjak nužno ne bi trebalo rasporediti svim imateljima računa već samo onome ili onima kojih se tiče.

[1531] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 578.

[1532] LC, 2. seminar, *op.cit.* (bilj. 43), Rd. 1.165; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 99. Odgovor na to pitanje treba tražiti u nekonvencijskom pravu. O tome kritički LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.184. Po mišljenju *Law Commission*, konvencijsko pravilo o raspoređivanju manjka trebalo bi vrijediti i za intermedijere nad kojima nije otvoren stečaj.

prava.[1533] Nekonvencijsko pravilo može biti drugačije po tome što – za razliku od konvencijskog pravila - ne uzima u obzir svako izdanje vrijednosnih papira zasebno. Raspoređivanje manjka primjenom nekonvencijskog pravila ne remeti konvencijski odnos snaga između prava na posredovanim vrijednosnim papirima koja je intermedijer zasnovao na način iz čl. 12. Ženevske konvencije i prava imatelja računa tog intermedijera (čl. 20. st. 2. Ženevske konvencije).[1534] Dajući (uvjetnu)[1535] prednost pravima koja je zasnovao intermedijer Ženevska konvencija otvara prostor za nastanak manjka odnosno njegovo povećanje. Ako se i jedna i druga prava odnose na iste posredovane vrijednosne papire, prioritetno ostvarenje prava intermedijerovih vjerovnika ostavlja prava intermedijerovih klijenata bez pokrića. Manjak do kojeg je došlo primjenom konvencijskog pravila u tom slučaju raspoređuje se primjenom nekonvencijskog pravila.

Ženevska konvencija ne određuje trenutak relevantan za utvrđivanje identiteta onih koji snose manjak i omjera njihovog sudjelovanja.[1536]

7 Raspolaganje pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira

Pravo glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira prenosivo je subjektivno imovinsko pravo. Njegov nositelj njime slobodno raspolaže, bilo tako da ga otuđi u korist druge osobe (engl. *transfer of title*; njem. *Vollrechtsübertragung*) – kako bezuvjetno (engl. *outright*; njem. *uneingeschränkt*)[1537] tako i radi osiguranja (engl. *by way of security*; njem. *zu Sicherungszwecken*) - ili da ga optereti ograničenim pravom druge osobe (engl. *security*

[1533] To može biti pravilo stvarnog prava koje se primjenjuje u stečajnom postupku (*e.g.* pravilo o srazmjernoj raspodjeli primjenjivo u takvom postupku otvorenom nad američkom bankom). U stečajnom postupku nad američkim brokerom-*dealerom* primjenjuje se bitno drugačije pravilo posebnog stečajnog prava. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 26-10; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 124. Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 814), str. 186. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 55., 84. – 85. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 103.

[1534] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 26-9; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 127. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 100.

[1535] Uvjet je poštenje stjecatelja. Stjecatelj je pošten ako u relevantno vrijeme nije znao niti je trebao znati da pravo koje je intermedijer zasnovao u njegovu korist krši prava jednog ili više imatelja računa. Stjecateljevo pravo ne krši pravo imatelja računa ako ga je intermedijer zasnovao služeći se tzv. pravom korištenja (engl. *right of use*) u smislu odredaba čl. 34. Ženevske konvencije, koje mu je dao imatelj računa. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 20-2 – 20-3.

[1536] O tome kritički LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.179 - 4.181. Prijedlog delegacije Ujedinjenog kraljevstva da to bude trenutak otvaranja stečaja nije prihvaćen s obrazloženjem da mogu postojati okolnosti u kojima treba uzeti u obzir promjene nastale nakon tog trenutka.

[1537] Do bezuvjetnog prijenosa prava dolazi kod repo ugovora, obrnutih repo ugovora, ugovora o kupnji i povratnoj prodaji te ugovora o prodaji i povratnoj kupnji te ugovora o zajmu vrijednosnih papira. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-19; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 4. - 5.

interest; njem. *Sicherungsrecht*).[1538] Druga osoba može biti i intermedijer koji vodi račun vrijednosnih papira imatelj kojeg je nositelj prava kojima se raspolaže (čl. 1. st. 2. t. b) Haške konvencije).[1539] Premda u većini slučajeva ima konsensualnu pravnu osnovu, raspolaganje se u iznimnim slučajevima može temeljiti na zakonu ili odluci suda.[1540]

Mogućnost slobodnog raspolaganja bitno je, konstitutivno obilježje prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira.[1541] Raspolaganje je svrha i smisao postojanja tog prava. Velik je broj onih koji to pravo stječu isključivo s ciljem ostvarenja kapitalne dobiti (*i.e.* zarade na razlici između niže kupovne i više prodajne cijene). Čak i oni koji ga stječu da bi ga dulje držali očekuju da će ga – ukaže li se za time potreba – moći iskoristiti za osiguranje svog duga, koji bi im - bez takvog osiguranja - bio nedostupan ili bitno skuplji. Osim izdavateljevih fundamenata, za vrijednosti tog prava presudnu ulogu ima likvidno i funkcionalno sekundarno tržište. To pravo neusporedivo više vrijedi ako nije neraskidivo vezano uz osobu koja ga je stekla na primarnom tržištu jer je unovčivo ukaže li se potreba ili prilika.[1542]

[1538] O pojmu „raspolaganje" u smislu Haške konvencije v. čl. 1. st. 1. t. h) Haške konvencije; u smislu švicarskog prava v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 242 *et seq*.

[1539] Takvo raspolaganje – bilo da je riječ o založnom pravu ili bezuvjetnom prijenosu – obično služi za osiguranje intermedijerove tražbine prema imatelju računa za otplatu zajma danog radi kupnje vrijednosnih papira ili u neku drugu svrhu. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-31.

[1540] Za potrebe Haške konvencije fraza „raspolaganje vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera" obuhvaća zakonsko založno pravo ili pravo zadržanja u korist intermedijera radi osiguranja tražbine prema imatelju računa koja je nastala u svezi s upravljanjem i vođenjem računa vrijednosnih papira (čl. 1. st. 2. t. c) Haške konvencije). Osim tražbina za otplatu zajma, koji je intermedijer dao svom klijentu u svezi s kupoprodajom vrijednosnih papira, tu spadaju tražbine za namirenje troškova povezanih s upravljanjem računom, provedbom korporativnih akcija i sl. Radi osiguranja takvih tražbina, u nekim pravnim poretcima intermedijeri – kako oni koji upravljaju sustavom za poravnanje i namiru tako i oni na nižim karikama skrbničkog lanca - mogu steći pravo koje se temelji na zakonu ili odluci suda. Protezanje kategorije vezivanja na takva tzv. nužna (*i.e.* nedobrovoljna) prava iznimka je od pravila koje primjenu Haške konvencije ograničava na prava s konsensualnom osnovom. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-31. S druge strane, raspolaganja na način iz njezinog čl. 12. Ženevska konvencija uvjetuje postojanjem konsensualne pravne osnove (čl. 12. st. 1. t. (a) Ženevske konvencije). Nužno pravo radi osiguranja, poput sudskog ili zakonskog založnog prava, Ženevska konvencija u cijelosti prepušta nekonvencijskom pravu, o kojem ovise okolnosti u kojem takvo pravo može nastati i steći učinak *erga omnes* i mjesto koje može zauzeti u redoslijedu prvenstva. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-5. O mogućnosti ugovornog i zakonskog založnog prava i prava zadržanja skrbnika na pohranjenim vrijednosnim papirima u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/82; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-6 – 6-7.

[1541] U švicarskom pravu (čl. 3. st. 1. t. b. FINA) mogućnost raspolaganja dio je zakonske definicije knjižnih efekata. O važnosti prenosivosti za „investicijske" vrijednosne papire općenito i o tome kako posredno držanje može pospješiti prenosivost v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.20 *et seq*. Po mišljenju *Benjamin* (Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.20), prenosivost je esencijalna karakteristika vrijednosnih papira. O vrijednosnim papirima kao odrazu potrebe za prenosivošću prava v. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 147. O vrijednosnim papirima kao prenosivoj financijskoj imovini v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1. Osim što je inherentna financijskim tržištima, mogućnost otuđenja i opterećenja financijske imovine je - po mišljenju *Thévenoza* - ključna za većinu ulagatelja, v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 135. Slično i Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 123.

[1542] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 3. O ključnoj ulozi prenosivosti za gospodarsku vrijednost „investicijskih" vrijednosnih papira v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.20. Za utjecaj likvidnosti na tržišnu cijenu vrijednosnih papira v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 353. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.161; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 145.

Nije, međutim, dovoljno da raspolaganje pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira bude faktički moguće ako nije pravno sigurno. Pravna nesigurnost kompromitira prikladnost tog prava za ostvarenje svrhe kojoj je namijenjeno. Sekundarno tržište ne može funkcionirati ako ulagatelji odnosno osigurani vjerovnici, unatoč primjeni dužne pažnje, ne mogu biti sigurni da su pravo valjano stekli i da ga, kad je riječ o osiguranim vjerovnicima, u slučaju potrebe mogu brzo i efikasno unovčiti radi namirenja osigurane tražbine.[1543]

Glavni uzrok pravne nesigurnosti nedoumice su po pitanju naravi prava koje je predmet raspolaganja. Ako je prijeporno čime se raspolaže, ne može biti neprijeporno kako time raspolagati. Ključno je kako način držanja vrijednosnih papira utječe na ono što ulagatelj ima i čime može raspolagati. Ako o načinu držanja ovisi pravni položaj ulagatelja, o njemu ovisi i način na koji ulagatelj raspolaže svojim pravom. Posrednim pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ulagatelj ne može raspolagati onako kako bi raspolagao neposrednim pravom na vrijednosnim papirima da mu ono pripada.[1544] Razlog tome samostalnost je i međusobna neovisnost tih prava, koja ne dijele pravnu sudbinu. Ako je pravni položaj ulagatelja jednak neovisno o načinu držanja, ono što vrijedi za neposredno držane vrijednosne papire primjenjuje se i onda kad ulagatelj vrijednosne papire drži posredstvom intermedijera.[1545]

Ni izvjesnost glede naravi prava ne jamči pravnu sigurnost ako pravni okvir nije prilagođen osobitostima zbirne pohrane vrijednosnih papira.[1546] Pravni poretci koji su nedoumice uklonili kodifikacijom u većini slučajeva zakonski su urediti i raspolaganje tim pravom. Pravila o raspolaganju važan su dio pravnog okvira posredno držanih vrijednosnih papira. Učinkovitost i predvidivost tih pravila ključni su za ispravno funkcioniranje i stabilnost financijskih tržišta.[1547]

[1543] Pravna nesigurnost kadra je tržišne sudionike odvratiti od transakcija koje bi im inače bile korisne nagnavši ih da propuste priliku za zaradu i/ili ublažavanje prijetećih rizika. O tome v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 5.

[1544] U tim pravnim poretcima raspolaganje posrednim pravom glede vrijednosnih papira ne pretpostavlja niti povlači za sobom raspolaganje neposrednim pravom na vrijednosnim papirima.

[1545] U tim pravnim poretcima predmet raspolaganje je – neovisno o načinu držanja – neposredno stvarno pravo na vrijednosnim papirima.

[1546] Pravni okvir za neposredno držane vrijednosne papire neprikladan je za posredno držane vrijednosne papire na zbirnoj pohrani. To nije slučaj samo onda kad pravni položaj ulagatelja ovisi o načinu držanja vrijednosnih papira. O teškoćama uzrokovanim neskladom između pravnog okvira i činjeničnog supstrata na koji ga treba primijeniti v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.25; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 43), Art. 3 Rd. 4; Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 314. – 315. O nastanku nove grane trgovačkog prava (prava negocijabilnih instrumenata) kao reakciji na povećanu zastupljenost u praksi novog pojavnog oblika imovine (prava utjelovljenih u ispravama) v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1452. – 1453.

[1547] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 135.

Različito poimanje naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira dovelo je do razlika među pravnim poretcima po pitanju pravnih posljedica raspolaganja tim pravom. Ono što je u - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „direktnog vlasništva" prijenos prava s otuđitelja na stjecatelja, u - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina" prestanak je prava otuđitelja i nastanak prava stjecatelja.[1548] U pravnim poretcima „direktnog vlasništva" pravo koje stjecatelj stječe upravo je ono kojim otuđitelj raspolaže.[1549] Stjecanje i otuđenje nisu samo istovremeni već su i pravno ovisni jer stjecatelj pravo ne može steći dok mu ga otuđitelj ne prenese. U pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina" pravo koje stjecatelj stječe nije isto već je jednako pravu kojim otuđitelj raspolaže.[1550] Stjecanje i otuđenje nisu nužno istovremeni niti su pravno ovisni pa stjecatelj pravo može steći čak i ako otuđitelj ne ostane bez svog prava.[1551] Budući da intermedijeri ne stječu pravo koje je predmet raspolaganja, u – *Thévenozovim* riječima – pravnim poretcima „direktnog vlasništva" raspolaganje se provodi u jednom koraku (*uno actu*) direktno između otuđitelja i stjecatelja.[1552] Stjecanje prava koje je predmet raspolaganja od strane svakog uključenog intermedijera u – *Thévenozovim* riječima – pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina" zahtijeva multipliciranje raspolaganja. Tamo ne može biti govora o jednom jedinstvenom raspolaganju, već samo o nizu povezanih raspolaganja, koji počinje otuđiteljevim raspolaganjem u korist svog intermedijera i završava raspolaganjem stjecateljevog intermedijera u korist njegovog klijenta.[1553] Po pitanju pravnih posljedica raspolaganja pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira (*i.e.* je li riječ o prijenosu postojećeg prava ustupom ili prestanku postojećeg

[1548] O tome uspoređujući američko i njemačko pravo v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 61. O tome koristeći se primjerima američkog, engleskog i prava nekih država kontinentalnoeuropskog pravnog kruga v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 139. – 140. O tome naglašavajući razliku između pravnih poredaka koji se temelje na institutu povjerenstva i onih koji se temelje na vlasničkim pravima v. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 29. O tome imajući u vidu predmet ugovora o raspolaganju v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 143.

[1549] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 132; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 152 – 153; *Contra* Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 150., koji navodi da i u nizozemskom pravu – koje spada u kategoriju pravnih poredaka „direktnog vlasništva" dolazi do prestanka postojećeg i nastanka novog prava.

[1550] Za stjecanje postojećeg i originarni nastanak novog prava u takvim pravnim poretcima v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 39.

[1551] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 155; Vremenski jaz između stjecanja i otuđenja može biti posljedica različitih mjerodavnih prava za račune stjecatelja i otuđitelja. O tome v. EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 16.

[1552] O otuđenju i stjecanju kao „jednom konceptualnom događaju" (engl. *single conceptual instance*) v. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 132. Za švicarsko pravo v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 196; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 152.

[1553] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 178.

i nastanku novog prava novacijom)[1554], harmonizirani paneuropski pravni okvir treba, po mišljenju *Law Commission*, biti neutralan.[1555]

Razlike među pravnim poretcima po pitanju pravnih posljedica raspolaganja pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira posebno dolaze do izražaja u situacijama s međunarodnim elementom. Nešto što je iz perspektive prava mjerodavnog za račun vrijednosnih papira otuđitelja prijenos iz perspektive prava mjerodavnog za račun vrijednosnih papira stjecatelja može biti nastanak i *vice versa*.[1556] Pravne posljedice koje raspolaganje ima za stjecatelja ovise primarno, a katkad i isključivo o materijalnom pravu koje je mjerodavno za stjecateljev račun vrijednosnih papira. O tom pravu ovisi i možebitni utjecaj prava mjerodavnog za neki drugi račun vrijednosnih papira na te pravne posljedice.[1557] Ako je za stjecateljev račun vrijednosnih papira mjerodavno pravo države koja spada među pravne poretke „ovlasti na jednoj od razina", izgledno je da će pravne posljedice koje raspolaganje ima za stjecatelja ovisiti isključivo o tom pravu. Pravo koje je mjerodavno za *e.g.* otuđiteljev račun vrijednosnih papira ne utječe na stjecateljev pravni položaj jer je – sukladno pravu mjerodavnom za stjecateljev račun vrijednosnih papira - stjecanje originarno. Budući da se stjecateljevo pravo ne izvodi iz otuđiteljevog, irelevantno je postoji li otuđiteljevo pravo, koliki mu je opseg, koje je vrste i kakve je naravi. Otuđitelj i stjecatelj ne dijele pravnu sudbinu već svaki slijedi svoj pravni put pa to što je otuđitelj ostao bez svog prava ne znači da se stjecatelj domogao takvog prava i *vice versa*.[1558] Uz pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira mjerodavno pravo veže stjecanje prava neopterećenog pravnim nedostacima, neovisno je tome jesu li provedeni i, ako jesu, jesu li stornirani pripisi na račune odnosno terećenja računa ostalih sudionika raspolaganja (*i.e.* otuđitelja i intermedijera).[1559] Ako je pak za stjecateljev račun vrijednosnih papira mjerodavno

[1554] O novaciji i ustupu kao načinima prijenosa prava glede vrijednosnih papira u engleskom pravu *supra*, str. 315. *et seq*.
[1555] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.4, 1.69; Za tezu da je u pravnim poretcima u kojima je ulagatelj imatelj tražbine prema neposrednom intermedijeru cesija, koja implicira istovjetnost dužnika, moguća samo u slučaju „kućnih transakcija" v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd 154.
[1556] Polazi se od pretpostavke da je prosudbu naravi stjecateljevog prava i pravnih učinaka stjecanja mjerodavno pravo koje se primjenjuje na stjecateljev račun vrijednosnih papira. O utvrđivanju mjerodavnog prava podrobnije *infra*, str. 434. *et seq*.
[1557] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-45, 4-51; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 390., 397. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 308.
[1558] Ako intermedijer bez odgovarajućeg naloga imatelja računa tereti njegov račun za određenu količinu vrijednosnih papira radi prijenosa drugoj osobi koja prava glede tih vrijednosnih papira stekne *in bona fide* ne znajući za intermedijerovo protupravno terećenje, mjerodavno pravo za račun poštenog stjecatelja može predvidjeti stjecanje prava glede pripisanih vrijednosnih papira neopterećenih pravnim nedostacima (*i.e.* pravom oštećenog imatelja računa (bivšeg vlasnika)), dok mjerodavno pravo za račun oštećenog imatelja računa može dopustiti storniranje terećenja zbog izostanka odgovarajućeg naloga.
[1559] Ako mjerodavno pravo ne dopušta da eventualna konkurirajuća prava onemoguće stjecanje ili opterete stečeno pravo, stjecatelja ne treba brinuti je li račun otuđitelja terećen za te vrijednosne papire, kakav je učinak takvog

pravo države koja spada među pravne poretke „direktnog vlasništva“, ne iznenađuje da pravne posljedice raspolaganja ovise i o drugim pravima. Budući da je – sukladno pravu mjerodavnom za stjecateljev račun vrijednosnih papira - stjecanje derivativno, pripisom na svoj račun stjecatelj može steći samo ona prava koja je otuđitelj - po pravu mjerodavnom za njegov račun vrijednosnih papira - imao i kojima je mogao na takav način raspolagati.[1560] Pravo koje je mjerodavno za otuđiteljev račun vrijednosnih papira utječe na stjecateljev pravni položaj samo zato jer tako proizlazi iz prava mjerodavnog za stjecateljev račun vrijednosnih papira. Pravne sudbine otuđitelja i stjecatelja uzročnoposljedično su povezane pa se stjecatelj ne može domoći prava ako otuđitelj nije bez njega ostao i *vice versa*.

U razlikama u poimanju naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira valja tražiti i uzrok različitih načina na koje se u pojedinim pravnim poretcima raspolaže tim pravom. U – *Thévenozovom* terminologijom - pravnim poretcima „direktnog vlasništva“, za raspolaganje neposrednim stvarnim pravom na (posredno držanim) vrijednosnim papirima potrebno je prenijeti posredni suposjed tih vrijednosnih papira s otuđitelja odnosno opteretitelja na stjecatelja. Unatoč tome što nije samostalan ni neposredan, posjed je u tim pravnim poretcima zadržao funkciju koju ima kod raspolaganja neposredno držanim vrijednosnim papirima. U – *Thévenozovom* terminologijom - pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina“, raspolaganje posrednim stvarnim pravom glede vrijednosnih papira zahtijeva uspostavu stjecateljeve kontrole nad predmetom raspolaganja.[1561] Zbog toga što ne omogućuje neposrednu vlast, tim pravom ne može se raspolagati prijenosom posjeda vrijednosnih papira.[1562] Kontrola

terećenja, jesu li ti vrijednosni papiri pripisani na račun svakog pojedinog intermedijera pozicioniranog između njega i otuđitelja ni kakav je učinak takvog pripisa. U slučaju višekratnog raspolaganja, prvo kroz opterećenje a onda kroz otuđenje, stjecatelj vremenski kasnijeg ali sadržajno obuhvatnijeg prava može, ako tako proizlazi iz prava mjerodavnog za njegov račun, pripisom na svoj račun ta prava steći slobodna od tereta, neovisno o tome što je po pravu mjerodavnom za račun otuđitelja teret valjano zasnovan, što je kasnije raspolaganje bez učinka i što je terećenje stornirano.

[1560] Ako mjerodavno pravo za njegov račun ne dopušta stjecatelju da stekne prava koja prethodno nije imao otuđitelj, učinak pripisa na taj račun ovisi o sadržaju mjerodavnog prava za otuđiteljev račun. U tom slučaju nije dovoljno utvrditi i poznavati sadržaj mjerodavnog prava za račun stjecatelja već je isto potrebno i za račun otuđitelja. U slučaju višekratnog raspolaganja, prvo kroz opterećenje a onda kroz otuđenje, stjecatelj vremenski kasnijeg ali sadržajno obuhvatnijeg prava može, ako iz prava mjerodavnog za račun otuđitelja proizlazi valjanost tereta i mogućnost kasnijeg raspolaganja opterećenim pravima glede vrijednosnih papira, pripisom na svoj račun steći prava glede tih vrijednosnih papira opterećena tim teretom ako tako proizlazi iz prava mjerodavnog za njegov račun.

[1561] O kontroli iz perspektive švicarskog prava v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 24.

[1562] O odnosu posjeda i kontrole u američkom pravu v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 384. – 385. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 190. Stjecanje posjeda može biti način uspostave kontrole kad je riječ o stvari koja se može posjedovati. S druge strane, nema razloga za „forsiranje“ posjeda preko njegovih granica tamo gdje se željeni učinci mogu postići na drugi način. Posjed je relevantan samo ako je nužan za uspostavu kontrole.

je potrebna za stjecanje s učinkom *erga omnes*. Prijeporno je, međutim, o kakvoj kontroli je riječ. Za razliku od američke doktrine (*Schroeder*, *Rogers*), koja zahtijeva potpunu ili barem pozitivnu kontrolu, *Thévenoz* nužnom smatra negativnu kontrolu.[1563] Pozitivnu kontrolu ima onaj tko, dajući naloge svom intermedijeru koje je potonji obvezan izvršiti bez prethodnog ishođenja suglasnosti druge osobe, može (ne nužno i smije) raspolagati imovinom na računu.[1564] Osim pozitivne, potpuna kontrola uključuje i negativnu kontrolu. Negativnu kontrolu ima onaj tko može spriječiti raspolaganje imovinom na računu uskrativši prethodnu suglasnost za intermedijerovo izvršavanje naloga druge osobe.[1565] U engleskoj pravnoj književnosti raspravlja se treba li kontrola – osim operativne, koja proizlazi iz faktičke mogućnosti primatelja osiguranja da raspolaže ili osujeti raspolaganje – nužno biti i pravna, koja proizlazi iz ugovornog ovlaštenja primatelju osiguranja od strane davatelja osiguranja da raspolaže ili osujeti raspolaganje.[1566] Potaknut prijeporom i dvojbama, *Law Commission* zagovara definiranje pojma „kontrola“ ili barem nabrajanje praktičnih načina njezine uspostave u harmoniziranom paneuropskom pravnom okviru.[1567] Pozitivna kontrola nije isključiva pa to što je jedna osoba (*e.g.* imatelj računa kao davatelj osiguranja) ima nije smetnja da druga osoba

O kontroli kao funkcionalnom ekvivalentu posjeda osmišljenom za netjelesnu imovinu v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 146. Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 997., 1002. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 161. – 162. O funkcionalnoj sličnosti kontrole po američkom pravu i posjeda po njemačkom pravu v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 241. Za usklađenost instituta kontrole s osnovnim načelima prava osiguranih transakcija, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1481. O odnosu posjeda i kontrole iz perspektive švicarskog prava v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 24. Za stajalište engleske judikature o značenju pojmova „posjed“ i „kontrola“ u kontekstu DFO v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 132. Za drugačije stajalište engleske doktrine v. FMLC, Issue 87 – Control, Gray v. G-T-P Group Ltd, London 2010, Rd. 4.7. – 4.8.

[1563] O kontroli u američkom pravu v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 384. – 385. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1475. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 119. Rocks, Sandra, *op.cit*. (bilj. 501), str. 15. Iz službenog komentara odredbe § 8-106 UCC 1994 proizlazi da uspostava kontrole znači da je stjecatelj poduzeo sve radnje koje su nužne za prodaju vrijednosnih papira bez potrebe za ishođenjem suglasnosti njihovog vlasnika. S druge pak strane, *Thévenoz* (Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 59.) smatra da učinak prava *erga omnes* treba počivati na negativnoj kontroli - mogućnosti primatelja osiguranja da zaštiti kolateral od neovlaštenog raspolaganja od strane davatelja osiguranja. Po mišljenju engleske doktrine (LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.88; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.74; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 117 - 119., 121.), negativna kontrola nužna je ali i dovoljna za potrebe DFO.

[1564] Pozitivnu kontrolu ima *eo ipso* imatelj računa, ako je nije dobrovoljno isključio odnosno u mjeri u kojoj je nije dobrovoljno ograničio (omogućivši negativnu kontrolu drugoj osobi). U dogovoru s imateljem računa (i intermedijerom) pozitivnu kontrolu može imati i bilo koja druga osoba.

[1565] Kao i pozitivnu, negativnu kontrolu ima *eo ipso* imatelj računa, ako je nije dobrovoljno isključio odnosno u mjeri u kojoj je nije dobrovoljno ograničio omogućivši pozitivnu kontrolu drugoj osobi. U dogovoru s imateljem računa (koji je u tom slučaju isključio ili ograničio svoju pozitivnu kontrolu) (i intermedijerom) negativnu kontrolu može imati i bilo koja druga osoba.

[1566] Za tu raspravu v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 111. *et seq*.

[1567] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.89; Za potrebu definiranja pojma „kontrola“ v. i FMLC, *op.cit*. (bilj. 1562), Rd. 6.8.

(*e.g.* primatelj osiguranja) stekne pravo stavljanjem imovine i pod svoju kontrolu.[1568] U pravnim poretcima u kojima prava (radi osiguranja)[1569] nastaju s učinkom *inter partes* dok učinak *erga omnes* dobivaju perfektuiranjem, uspostava kontrole nije nužna za stjecanje prava već za protezanje učinka stečenog prava na treće.[1570] *De lege ferenda*, harmonizirani paneuropski pravni okvir treba, po mišljenju *Law Commissiona*, sadržavati jasna pravila koja reguliraju perfektuiranje prava radi osiguranja na posredno držanim vrijednosnim papirima.[1571]

Više je načina na koje se imovina na računu može staviti pod stjecateljevu kontrolu radi stjecanja (posrednog) prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira s učinkom *erga omnes*. To može biti ili upis na račun vrijednosnih papira (engl. *book-entry*) ili ugovor koji je intermedijer sklopio ili o sklapanju kojeg je obaviješten. Osim pripisa na stjecateljev račun, među upise spada i zabilježba na računu onoga koji raspolaže. O zabilježbi stajališta variraju, od toga da je se privilegira priznajući joj jače pravne učinke nego nekom drugom načinu stjecanja do toga da je se škartira svjesno je izostavljajući iz kruga zakonom propisanih načina stjecanja.[1572] Za razliku od upisa, ugovori ne ostavljaju trag na računu vrijednosnih papira.[1573]

[1568] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 41. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-21; Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 385. Rocks, Sandra, *op.cit*. (bilj. 501), str. 15. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 144. *et. seq.* Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 162. Kontrolu primatelja osiguranja ne dovodi u pitanje mogućnost davatelja osiguranja - imatelja računa da tijekom stadija osiguranja slobodno raspolaže predmetom prava radi osiguranja u skladu s odredbama ugovora koji su međusobno sklopili. Za kontrolu primatelja osiguranja dovoljno je da intermedijer pristane izvršavati njegove naloge i da davatelj osiguranja - imatelj računa pristane da ih intermedijer izvršava bez njegove prethodne suglasnosti.

[1569] O irelevantnosti perfektuiranja izvan konteksta prava radi osiguranja u američkom pravu v. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 23., 97.

[1570] Za pojam „perfektuiranje" (engl. *perfection*; njem. *Herbeiführung der Drittwirkung*) v. čl. 1. st. 1. t. i) Haške konvencije. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-20; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 4.28; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 4.78; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 5. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 107. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 216. O razlikama između zasnivanja (engl. *attachment*) i perfektuiranja (engl. *perfection*) u engleskom pravu v. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 45. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 4.27; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 2-16. O tim razlikama u američkom pravu v. Schroeder, Jeanne L., Some Realism, *op.cit*. (bilj. 219), str. 504. – 505. O uspostavi kontrole kao načinu perfektuiranja prava radi osiguranja u američkom pravu v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 41. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 145.

[1571] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.94(13); LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.31 – 3.32; Prilikom oblikovanja tih pravila valjda voditi računa o eventualnoj potrebi za posebnim režimom prava zasnovanih u korist intermedijera na imovini koju drži za svoje klijente, procijeniti opravdanost ograničavanja primjene tih pravila na sporazumna prava (*i.e.* isključivanja prava zasnovanih temeljem zakona), ukloniti nedoumice oko toga što je kontrola u kontekstu perfektuiranja i odgovoriti na pitanje može li se pravo zasnovati na dijelu zbirnog portfelja bez identifikacije konkretnih vrijednosnih papira. Po mišljenju *Law Commissiona*, usklađeni načini perfektuiranja trebaju se temeljiti na jasnom institutu kontrole.

[1572] O razlozima izostavljanja zabilježbe u švicarskom pravu v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 34; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 299. - 300. O ulozi zabilježbe u belgijskoj bankovnoj praksi v. Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 232.

[1573] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-2; Za kontrolni ugovor v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 42. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 143. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 472. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 146. Rocks, Sandra, *op.cit*. (bilj. 501), str. 15. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 20., 560. Za ugovor koji je imatelj računa sklopio u korist intermedijera v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 4, Art. 26 Rd. 1.

Zbog toga uvid u stanje na računu nužno ne razotkriva je li pozicija slobodna ili opterećena. Uz tzv. kontrolni ugovor, suvremeni nacionalni i međunarodni izvori prava nerijetko spominju ugovor u korist intermedijera.[1574] Za razliku od kontrolnog ugovora, potonji je pravna osnova raspolaganja, a ne način njegove provedbe. Pravo u korist intermedijera zasniva se *ipso facto* sklapanjem ugovora o zasnivanju tog prava u njegovu korist.[1575] Automatsko zasnivanje prava posljedica je intermedijerove kontrole nad predmetom raspolaganja. Budući da imovinu na računu ionako kontrolira intermedijer koji vodi račun, bilo kakva dodatnu formalnost bila bi suvišna.[1576] Usprkos pogodnostima koje pruža raspolaganje sklapanjem ugovora, na međunarodnoj pravnoj sceni ne inzistira se na sveprisutnosti tih načina ni na prekograničnom usklađivanju njihovog pravnog uređenja.[1577] Način raspolaganja nužno ne ovisi o vrsti raspolaganja niti je daje naslutiti. U nekim pravnim poretcima (*e.g.* švicarskom) svaki način raspolaganja prikladan je kako za otuđenje, bilo bezuvjetno ili radi osiguranja, tako i za opterećenje.[1578]

Među načinima raspolaganja, koji počivaju na kontroli, središnje mjesto zauzimaju pripis i terećenje.[1579] Zbog sveprisutnosti i općeprihvaćenosti, u pravnoj književnosti prikazuje ih se kao „zlatni standard".[1580] Pripis i terećenje kod posredno držanih vrijednosnih papira izjednačuje se s posjedom i isporukom kod neposredno držanih vrijednosnih papira, što zorno dočarava važnost koju im se pridaje.[1581] Pravima glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira treba se - ako nikako drugačije - moći raspolagati pripisom i terećenjem. U Ženevskoj

[1574] Tim dvama načinima zasniva se tzv. „neposjedničko" pravo radi osiguranja (engl. *non-possessory security interest*). Za njegove pogodnosti v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 306.
[1575] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 19. Nisu svi pravni poretci skloni omogućiti takvo zasnivanje prava u korist intermedijera. Za prijepore o tom pitanju v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 - 26 Rd. 37.
[1576] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-20; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 559. Za perfektno pravo radi osiguranja u korist intermedijera u nekim pravnim poretcima dovoljno je da intermedijer i imatelj računa sklope odgovarajući ugovor o zasnivanju tog prava.
[1577] Za europsko pravo v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 308.
[1578] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 31 - 32 Rd. 18 – 19. Usprkos tome, postoji jasna tendencija korištenja pojedinih načina za pojedine vrste prava radi osiguranja. U većini slučajeva fiducij i nepravilno založno pravo vežu se uz pripis, dok se kontrolni ugovor koristi za založno pravo. O tome v. i Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 116.
[1579] Po pravima velikog broja država članica EU pripis na račun kod intermedijera uvjet je za učinak prijenosa *erga omnes*. Do njegove provedbe ulagatelji ne mogu računati na stvarnopravni položaj. O tome v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.71 - 1.72. O nužnosti uknjižbi na račune vrijednosnih papira radi prijenosa u sustavu posrednog držanja, v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 136.
[1580] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 50. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 138. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 309; Za opću prihvaćenost pripisa i terećenja kao načina stjecanja i otuđenja posredovanih vrijednosnih papira v. i Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-1.
[1581] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 50. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 1; Paralelu između funkcije pripisa na račun vrijednosnih papira i posjeda stvari povlači i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 163.

konvenciji pripis i terećenje jedini su obvezujući način raspolaganja posredovanim vrijednosnim papirima. I harmonizirani paneuropski pravni okvir treba osigurati da pripis bude zajamčeni, iako ne nužno i jedini, način stjecanja prava glede vrijednosnih papira.[1582] To što ih načelno prihvaćaju kao način raspolaganja ne znači da po pitanju pripisa i terećenja među pravnim poretcima ne postoje značajne razlike.

Pravni poretci razlikuju se oko toga koje radnje su potrebne za pripis na račun i kad se smatra da je pripis proveden.[1583] Dok je u nekima nužno provesti upis na račun, u drugima je dovoljno da intermedijer donese odluku o pripisu na račun i/ili da otpočne postupak namijenjen provedbi pripisa. U nekim pravnim poretcima uzima se da su vrijednosni papiri pripisani na račun klijenta (kod intermedijera) *ipso facto* provedbom pripisa na račun klijentovog intermedijera (kod intermedijera na višoj razini) ako je riječ o vrijednosnim papirima koje je intermedijer primio za svog klijenta.[1584] Pravni položaj putativnog stjecatelja ovisi, ponajprije, o pravu mjerodavnom za intermedijerov račun na koji je intermedijer na višoj razini proveo pripis, ali može ovisiti i o pravu mjerodavnom za stjecateljev račun na koji intermedijer nije proveo pripis, koje stjecatelju može priznati pravo glede vrijednosnih papira unatoč tome što nije proveden pripis na njegov račun.[1585] Odluka o tome što je potrebno za valjani pripis može se – po mišljenju *Law Commission* – prepustiti nacionalnom pravu i pravilima sustava za namiru.[1586]

Pravni poretci razlikuju se i oko toga kakav je učinak pripisa za stjecanje prava. Dok dio njih (*e.g.* američki, švicarski) pripis smatra konstitutivnim, uvjetujući stjecanje njegovom provedbom, drugi dio (*e.g.* engleski, njemački, austrijski) smatra ga deklaratornim jer se provedbom pripisa stjecanje samo dokumentira.[1587] *Ad probationem* učinak ne isključuje nužno

[1582] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.3, 1.68

[1583] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-8; Ni Ženevska konvencija ne definira pripis, ne određuje pretpostavke za njegovu valjanost, niti daje naslutiti o kakvom knjiženju je riječ. Odgovore na ta pitanja valja tražiti u nekonvencijskom pravu i pravilima sustava za namiru. Za Ženevsku konvenciju v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-8; LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.65; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.48; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 67.

[1584] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-15

[1585] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-45; I jedno i drugo pravo stjecatelja može oboružati zahtjevom prema njegovom intermedijeru da provede pripis na njegov račun vrijednosnih papira.

[1586] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.6, 1.79

[1587] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 20. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 26. Löber, Klaus, *op.cit*. (bilj. 149), str. 31. Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 513. Za englesko pravo v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.63. Za američko, švicarsko, njemačko i austrijsko pravo v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 41. Samo za američko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 128. Za belgijsko i luksemburško pravo v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 11 – 12, u kojima su dovoljne „obične preknjižbe". *Law Commission* navodi da prava većine država članica uz pripis vežu konstitutivan učinak, v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.63. Po mišljenju *Johansson*, učinak pripisa (i terećenja) treba biti *ad probationem*. Razlog za takvo mišljenje učestalost je grešaka prilikom provedbe knjiženja. Za tezu da je konstitutivni učinak knjiženja po računima vrijednosnih papira ključni dio modernih sustava posrednog držanja vrijednosnih papira v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 175.

potrebu za provedbom pripisa. Iako nedovoljan, u nekim od pravnih poredaka koji ga ne smatraju konstitutivnim (*e.g.* njemački, austrijski) pripis je prijeko potreban za stjecanje prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. Ni načelno priznavanje konstitutivnog učinka ne znači nužno da je pripis dovoljan za stjecanje prava jer ono može biti uvjetovano ispunjenjem dodatnih pretpostavki.[1588] Suprotstavljena stajališta ne mogu se pomiriti pa je jedini način kako se pravni poretci mogu materijalnopravno uskladiti taj da dio njih napusti svoje stajalište i prikloni se stajalištu drugog dijela pravnih poredaka.[1589] Učinak pripisa za stjecanje *Law Commission* dovodi u vezu s njegovim učinkom za nastanak prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. Ako prava nastaju pripisom, pripisom ih se treba moći steći.[1590] U Ženevskoj konvenciji pripis konstitutivno djeluje na stjecanje prava.[1591] I u harmoniziranom paneuropskom pravnom okviru pripis na račun treba biti dovoljan za nastanak i perfektnost prava, bez potrebe za ispunjenjem dodatnih formalnosti.[1592]

Među pravnim poretcima razlike postoje i oko toga ima li svaki od nekolicine pripisa provedenih u skrbničkom lancu jednaki učinak ili se učinak pripisa razlikuje ovisno o računu vrijednosnih papira na koji je proveden. Jednaki učinak svih pripisa svojstven je isključivo pravnim poretcima (*e.g.* američkom) u kojima nijedan imatelj računa ne stječe neposredno stvarno pravo na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima. U tim pravnim poretcima pripis je relevantan samo za pravo onog u čiju korist je proveden prema onome tko je ga je proveo. O jednakosti pravnog učinka ne može biti govora u pravnim poretcima (*e.g.* njemačkom) u kojima jedan od imatelja računa (*i.e.* ulagatelj) stječe neposredno stvarno pravo na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima.[1593] Za stjecanje takvog prava u tim je pravnim poretcima relevantan samo jedan pripis. I među njima postoje razlike, ponajprije oko toga o kojem je pripisu riječ (*i.e.* je li to pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira kod njegovog intermedijera ili na račun vrijednosnih papira (stjecateljevog) intermedijera kod središnjeg depozitorija) i je li taj

[1588] Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 26. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 422. – 423.
[1589] O nepomirljivosti u poimanju pravnog učinka pripisa na račun vrijednosnih papira v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 52. O potrebi izmjene materijalnog prava u pravnim poretcima koji pripisu ne priznaju konstitutivni učinak u slučaju ratifikacije Ženevske konvencije v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 13.
[1590] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.5, 1.78; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.26
[1591] Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 85. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 423. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 13; Ženevska konvencija slijedi premisu da se stjecanje i otuđenje zbirno pohranjenih vrijednosnih papira provodi upisima (*i.e.* pripisom i terećenjem računa).
[1592] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.2, 1.67; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.24. O konstitutivnosti pripisa u europskom pravu *de lege ferenda* v. i The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 148), str. 13.
[1593] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 182 – 183, 240; *Contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 219., koji konstitutivnim (u vrlo ograničenom smislu) smatra ne samo pripis koji provede CBF već i onaj koji provede stjecateljev skrbnik.

pripis samodostatan (*i.e.* je li dovoljan pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira ili je potreban i pripis na račun vrijednosnih papira jednog ili više intermedijera).

Pravni poretci nisu usklađeni ni po pitanju trenutka u kojem dolazi do raspolaganja pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira.[1594] Do toga može doći u trenutku sklapanja transakcije između onoga koji raspolaže i njegovog nalogoprimca, u trenutku terećenja računa onoga koji raspolaže i/ili odgovarajućeg pripisa na račun stjecatelja i u trenutku isporuke vrijednosnih papira središnjem depozitoriju ili osobi koja za izdavatelja vodi registar radi upisa na ime relevantnog skrbnika.[1595] Osim pripisa na stjecateljev račun vrijednosnih papira, relevantan može biti pripis na račun vrijednosnih papira stjecateljevog skrbnika kod podskrbnika (*i.e.* središnjeg depozitorija). Kad je relevantan, pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira može sam po sebi biti dovoljan ili može biti uvjetovan provedbom pripisa na svim uključenim računima vrijednosnih papira duž skrbničkog lanca.[1596] Po mišljenju *Thévenoza*, većina pravnih poredaka stjecanje veže uz pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira, od kad stečeno pravo djeluje prema trećima (uključujući stečajnog upravitelja), a stjecatelj uživa zaštitu od pravnih nedostataka za koje nije znao niti je trebao znati.[1597] I *Haentjens* smatra da prijenos s učinkom *erga omnes* treba nastupiti u trenutku provedbe takvog pripisa; ni prije ni kasnije.[1598] Nebitno je, pritom, ima li pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira u tom trenutku pokriće u vidu pripisa na intermedijerovom računu vrijednosnih papira.[1599] S druge strane, taj trenutak nije nužno relevantan u pravnim poretcima u kojima pripis nije konstitutivan (jer se njime samo evidentira već okončano raspolaganje) ili nije bezuvjetan (jer provedba raspolaganja i, samim time, učinci pripisa ovise o ispunjenju dodatnih pretpostavki).[1600] Poznavanje odnosno mogućnost nedvojbenog utvrđivanja točnog trenutka raspolaganja posebno je značajno u slučaju stečaja onoga koji raspolaže ili intermedijera koji sudjeluje u raspolaganju, a može utjecati i na provedbu korporativnih akcija (*e.g.* isplate

[1594] Za države članice EU v. EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 15.
[1595] EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 15.
[1596] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 384; U potonjem slučaju riječ je o tzv. „zatvorenom lancu knjiženja" (njem. *eine geschlossene Buchungskette*). O takvom lancu v. i Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/124. O uvjetovanju pripisa koji je intermedijer proveo na račun klijenta provedbom pripisa na intermedijerov račun v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 422.
[1597] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 139.
[1598] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 303.
[1599] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 284. – 286., 357. Uvjetovanje provedbe pripisa na nižoj razini provedbom odgovarajućeg pripisa na višoj razini *Haentjens* naziva zahtjevom „dvojnog knjigovodstva" (engl. *double bookkeeping*).
[1600] Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 28.

dividende) te na formiranje redoslijeda prvenstva konkurirajućih prava.[1601] Po mišljenju *Law Commission*, riječ je o fundamentalnom pitanju na koje harmonizirani paneuropski pravni okvir treba dati jednoznačan odgovor.[1602]

Osim što ispravnom upisu priznaju različite učinke, pravni poretci različito tretiraju neispravni upis (engl. *defective entry*).[1603] Riječ je o pripisu ili zabilježbi koja je ili *ab ovo* nevaljana odnosno reverzibilna ili je takva postala zbog djelovanja ili neispunjenja uvjeta (čl. 17. t. (d) Ženevske konvencije). Razlike postoje ne samo glede okolnosti koje dopuštaju ili nalažu ispravak već i glede učinka kako neispravnog upisa tako i njegovog ispravka.[1604] Učinak upisa može izostati i naknadno otpasti, a može i ovisiti o nastupu budućeg neizvjesnog događaja ili okolnosti.[1605] Nevaljanom upisu većina pravnih poredaka uskraćuje učinak ostavljajući time prostor za njegov ispravak brisanjem.[1606] Na takav način nevaljani upis ne može se ispraviti u pravnim poretcima koji ga po pitanju učinka izjednačuju s reverzibilnim upisom.[1607] Priznavanje učinka do provedbe ispravka onemogućuje brisanje namećući potrebu za „kontra-upisom" (*e.g.* terećenjem u slučaju nevaljanog ili reverzibilnog pripisa). Uvjetni upis načelno djeluje *ex nunc* (*i.e.* od ispunjenja uvjeta) iako može imati i retroaktivni učinak.[1608] Čak i ako tijekom razdoblja pendentnosti ne proizvodi učinke, uvjetni se upis u slučaju neispunjenja uvjeta ispravlja „kontra-upisom".[1609] Iz praktičnih razloga doktrina ne inzistira na uklanjanju tih razlika među pravnim poretcima.[1610] Tolerira ih i Ženevska konvencija prepuštajući

[1601] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.62

[1602] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.62, 1.94(11)(a); Na važnost tog pitanja za sudionike raspolaganja upozorava i *Thévenoz* (Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 49.). Slično i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 376.

[1603] Različiti stavovi postoje i unutar pojedinih pravnih poredaka o tome kako bi trebalo tretirati neispravne upise. O tome u švicarskom pravu v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts Arts. 27 - 28 Rd. 11.

[1604] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 52. – 53. Za oprečna shvaćanja glede učinka (storniranja) neispravnog upisa v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 479. – 481., 640. *et seq*. *Segna* se priklanja shvaćanju po kojem, iz razloga pravne sigurnosti, neispravni pripis treba – osim iznimno – imati jednak učinak ispravnom pa storniranje takvom upisa treba djelovati *ex nunc*. Iznimka vrijedi kad je upis posljedica tehničke pogreške. Takav pripis ne treba rezultirati stjecanjem.

[1605] Riječ je o temi koja se tijekom pregovora oko teksta Ženevske konvencije pokazala vrlo prijepornom, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-2.

[1606] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-12, 16-15. Budući da ne dolazi do raspolaganja, intermedijer treba provesti ispravak na računu radi uspostave stanje prije provedbe nevaljanog upisa. U tom slučaju ispravak nevaljanog pripisa, terećenja ili zabilježbe može se provesti jednostavnim brisanjem neispravnog upisa. Nema, međutim, zapreke da se ispravak provede „kontra-upisom" (*i.e.* terećenjem u slučaju nevaljanog pripisa odnosno pripisom u slučaju nevaljanog terećenja).

[1607] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-15, 16-18

[1608] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-21 – 16-22

[1609] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-22

[1610] Po mišljenju *Thévenoza* (Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 52. – 53.), ujednačavanje nije moguće niti je potrebno. Takvu nemogućnost po pitanju valjanosti upisa *Thévenoz* objašnjava postojećim razlikama u prosudbi naravi prava ulagatelja. Potrebu za taksativnim popisom takvih okolnosti u harmoniziranom paneuropskom

pretpostavke za valjanost, ireverzibilnost i bezuvjetnost upisa te posljedice neispunjenja tih pretpostavki nekonvencijskom pravu i, u mjeri u kojoj to dopušta nekonvencijsko pravo, ugovoru o računu i jedinstvenim pravilima sustava na namiru (čl. 16. Ženevske konvencije).[1611] S druge pak strane, *Law Commission* smatra da okolnosti u kojima pripis i terećenje treba stornirati ili poništiti trebaju pronaći svoje mjesto u harmoniziranom paneuropskom pravnom okviru, doduše ne u formi taksativnog popisa.[1612] U svojoj Preporuci br. 6 *LCG* navodi tri takve okolnosti: suglasnost imatelja računa, pogrešan pripis te izostanak ovlaštenja kod terećenja, provedbe zabilježbe ili njezinog uklanjanja.[1613] Jedina takva okolnost koju spominje Ženevska konvencija izostanak je ovlaštenja intermedijera za provedbu upisa namijenjenog otuđenju posredovanih vrijednosnih papira (*e.g.* za terećenje računa) (čl. 15. st. 1. Ženevske konvencije).[1614] Osim tih okolnosti, harmonizirani paneuropski pravni okvir ne smije mimoići ni pitanje učinka uvjetnog pripisa na račun.[1615] Navedene razlike među pravnim poretcima intermedijera mogu izvrgnuti „riziku dvostruke odgovornosti" (engl. *risk of double liability*) u slučaju da je pripis, koji je intermedijer na višoj razini proveo na račun intermedijera po pravu koje je mjerodavno za taj račun, nevaljan ili reverzibilan, a da je pripis, koji je intermedijer proveo na račun ulagatelja po pravu koje je mjerodavno za taj račun, valjan i ireverzibilan.[1616] Ako se nije zaštitio prevalivši ugovorom takav rizik na drugoga (ulagatelja ili intermedijera na višoj razini), intermedijeru će na teret pasti manjak u zbirnom portfelju.

Različit tretman neispravnih upisa može biti posljedica različitog vrednovanja suprotstavljenih interesa od strane pojedinih pravnih poredaka. U interesu je pravne sigurnosti da se upisi - jednom kad su provedeni - ne mogu mijenjati neovisno o tome jesu li ispravni. Iz perspektive zaštite ulagatelja i stabilnosti tržišta nužno je da se ulagatelj može pouzdati u pripis proveden na njegov račun vrijednosnih papira.[1617] Mogućnost da pripis ne bude ispravan zbog neispunjenja nekog uvjeta stvara pravnu nesigurnost.[1618] S druge strane, nepromjenjivost

pravnom okviru otklanja i *Law Commission* (LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.103; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.27).

[1611] O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 486; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.85, 4.96.

[1612] Iako smatra da te okolnosti trebaju biti predmet harmoniziranog paneuropskog pravnog okvira *Law Commission* isključuje potrebu njihovog taksativnog popisivanja. O tome v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.94(11)(f); LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.103.

[1613] O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 150.

[1614] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 297. Među pitanja na koja odgovor treba dati harmonizirani paneuropski pravni okvir spada i uvjetovanje učinka upisa na račun suglasnošću imatelja tog računa, v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.94(11)(b).

[1615] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.94(11)(e)

[1616] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 4-48 – 4-50; Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 66. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 252.

[1617] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 281. O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 441.

[1618] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 298. – 299.

neispravnih upisa protivi se interesu očuvanja integriteta sustava posrednog držanja.[1619] Mogućnost storniranja neispravnih upisa veća je u pravnim poretcima koji važnijim smatraju integritet sustava nego pravnu sigurnost, i *vice versa*.[1620] Različit tretman neispravnih upisa može biti posljedica različitog učinka pripisa na račun vrijednosnih papira. Neispravni upisi osobito su problematični u pravnim poretcima u kojima pripis djeluje konstitutivno, kako za nastanak tako i za stjecanje prava.[1621] Ono u čemu se pravni poretci načelno ne razlikuju sudbina je neispravnih upisa kojima je transakcija konačno namirena. Radi uklanjanja ili ublažavanja sistemskog rizika, konačnost namire takve upise čini ireverzibilnim.[1622] Konačno namirena transakcija ne može se dovesti u pitanje storniranjem neispravnog upisa temeljem kojeg je namira provedena.[1623] Nemogućnost storniranja pripisa važna je ne samo iz perspektive ulagatelja na čiji račun je proveden neispravni pripis već i iz perspektive intermedijera koji - oslanjajući se na neispravni pripis proveden na svoj račun – treba provesti pripis na račun svog klijenta.[1624]

Na pitanje kad je transakcija, koja se namiruje izvan odabranog sustava za namiru u smislu DKN, konačno namirena – nakon čega se neispravni upis temeljem kojeg je namira provedena više ne može stornirati - ne postoji jednoznačan odgovor koji vrijedi uvijek i svugdje. Međunarodni izvori prava – kako *de lege lata* (*e.g.* Ženevska konvencija) tako i *de lege ferenda* (*e.g.* harmonizirani paneuropski pravni okvir) – takav odgovor nameću samo kad je riječ o transakcijama u korist kvalificiranih stjecatelja. Budući da je namira transakcija u korist takvih stjecatelja *eo ipso* konačna (*i.e.* kvaliteta stjecatelja povlači za sobom kvalitetu namire), ne može biti govora o ispravcima upisa temeljem kojih je provedena. Prepustivši mu pretpostavke za valjanost, ireverzibilnost i bezuvjetnost upisa te posljedice neispunjenja tih pretpostavki, nekonvencijskom pravu Ženevska konvencija nije omogućila da „nedužne“ stjecatelje liši

[1619] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 52.
[1620] O nužnosti takve mogućnosti u švicarskom pravu v. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 114. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 198. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 462.
[1621] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 433; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 165
[1622] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.81; Po mišljenju *Law Commission*, konačnost namire ima ključnu ulogu za uklanjanje pravnog rizika kod prekograničnih transakcija, v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.80. Za odnos konačnosti namire i sistemskog rizika v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-5. Hess, Martin, u: Kuhn *et. al*, FISA & HSC, Art. 20 Rd. 3; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 54. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 281. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 230. O konačnosti v. i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 296. *et seq*., 326. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 91. *et seq*.
[1623] Hess, Martin, *op.cit*. (bilj. 1622), Art. 20 Rd. 9; Po mišljenju Hessa, ireverzibilnost (*i.e.* nemogućnost storniranja) upisa na račun manifestacija je konačnosti u nepravnom, čisto tehničkom smislu.
[1624] UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 22. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.81; LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.81(1) i (3); Riječ je o dva od tri slučaja u kojima – po mišljenju *Unidroit* - konačnost namire ima krucijalnu važnost za učinkovito funkcioniranje prijenosa vrijednosnih papira.

zaštite koju im ona pruža.[1625] Zaštita konačnosti raspolaganja u korist kvalificiranih stjecatelja nužna je ali i - po mišljenju *Law Commission* – dovoljna za postizanje primjerene razine pravne sigurnosti kad je riječ o transakcijama koje se namiruju izvan odabranog sustava za namiru u smislu DKN.[1626]

Kod transakcija namirenih u odabranom sustavu za namiru u smislu DKN upisi se, čak i kad bi bili provedeni u korist nekvalificirane osobe, ne mogu stornirati ako bi njihova neispravnost bila posljedica otvaranja stečaja nad operaterom ili članom sustava.[1627] Konačnost namire takvih transakcija *de lege lata* osigurava Ženevska konvencija štiteći jedinstvena pravila takvog sustava od derogirajućeg djelovanja prisilnih odredaba stečajnog prava.[1628] *De lege ferenda*, takvu zaštitu treba pružiti i harmonizirani paneuropski pravni okvir isključivši primjenu odredaba stečajnog prava koje retroaktivno poništavaju prijenose.[1629] Po mišljenju *Haentjensa*, zaštitu bi trebalo protegnuti i na transakcije koje se namiruju izvan odabranog sustava za namiru u smislu DKN.[1630]

Različito poimanje naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, koje je dovelo do razlika među pravnim poretcima po pitanju pravnih posljedica raspolaganja tim pravom, uzrok je i različitog odnosa pojedinih pravnih poredaka spram pripisa i terećenja. Pravni poretci (*Thévenozovim* riječima) „direktnog vlasništva“, u kojima stjecatelj stječe upravo ono pravo kojim otuđitelj raspolaže, skloni su učinak raspolaganja uvjetovati uparivanjem pripisa i terećenja („*no credit without debit*“).[1631] Kako stjecatelj ne može steći pravo koje otuđitelj nije otuđio, tako ni stjecateljev intermedijer ne može provesti pripis na račun svog

[1625] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-16; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 21; Ženevska konvencija istovremeno dopušta jednostrano storniranje i štiti prava poštenih stjecatelja, koja bi storniranje moglo dovesti u pitanje.

[1626] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.103 – 1.104; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.28; O tome i Chan *et. al.*, The Securities Custody Industry, *op.cit*. (bilj. 12), str. 34. Kad je riječ o transakcijama koje se namiruju u odabranom sustavu za namiru u smislu DKN harmonizirani paneuropski pravni okvir treba, radi konačnosti namire, ukloniti mogućnost retroaktivnog poništaja prijenosa koju pružaju odredbe stečajnog prava i nepravovremenog opoziva naloga za prijenos. Ženevska konvencija štiti odredbe jedinstvenih pravila o neopozivosti naloga unesenih u sustav i ireverzibilnosti provedenih upisa od negativnih posljedica otvaranja stečaja nad operaterom ili članom sustava (čl. 27. Ženevske konvencije). Odredbe prisilnih propisa koje se primjenjuju nakon otvaranja stečaja ne mogu isključiti ili ograničiti primjenu tih odredaba jedinstvenih pravila ako i u mjeri u kojoj pravo koje je mjerodavno za sustav predviđa njihovu primjenu neovisno o otvaranju stečaja. O tome podrobnije v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-1 – 27-31.

[1627] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-6; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 9

[1628] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-1 – 27-6, 27-24 – 27-31; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 54. – 55. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.87

[1629] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.103

[1630] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 342. - 344.

[1631] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 132. O takvom uvjetovanju u „brojnim“ pravnim poretcima v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 139. O tome v. i LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.47; Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-046.

klijenta ako otuđiteljev intermedijer nije teretio račun svog klijenta.[1632] Da bi se uparivanje moglo provesti, u takvim pravnim poretcima - u kojima vrijedi tzv. „uparujući sustav" - svaka transakcija namiruje se za sebe, odvojeno od ostalih transakcija.[1633] Pravni poretci (*Thévenozovim* riječima) „ovlasti na jednoj od razina", u kojima stjecatelj stječe jednako pravo onom kojim otuđitelj raspolaže, nemaju razloga za takvo uvjetovanje. Budući da objekt raspolaganja nije isti (već jednak), provedba pripisa ne ovisi o provedbi terećenja. Takvi pravni poretci, u kojima vrijedi tzv. „neuparujući sustav", ostavljaju prostor za namiru transakcija na neto osnovi.[1634] Upis koji je rezultat takve namire nema nužno svoj par u kontra-upisu, jer se ne odnosi na pojedinu transakciju već proizlazi iz obračuna više transakcija s ekvivalentnim vrijednosnim papirima.[1635] Budući da ih uzrokuju nepomirljive razlike u poimanju naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, ni razlike u odnosu spram pripisa i terećenja ne mogu se posve prevladati.[1636] Nemogućnost harmonizacije ne znači da međunarodni izvori prava zaobilaze pitanje uparivanja i provedbe namire na neto osnovi.[1637] *De lege lata*, dotiču ga se isključivo s ciljem zaštite neuparivih upisa koji su posljedica tako provedene namire (čl. 11. st. 5. Ženevske konvencije).

[1632] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. Osim na najvišoj kariki skrbničkog lanca, uparivanje se (bez teškoća) može provesti samo onda kad je stjecateljev intermedijer ujedno i otuđiteljev. Multilateralni obračun i netransparentnost skrbničkog lanca, ako već ne omogućuju, onda bitno otežavaju provedbu uparivanja u praksi. O tome v. LC, 2. seminar, *op.cit*. (bilj. 43), Rd. 1.93; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.47; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 359 – 360; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 114. O nemogućnosti uparivanja kod transakcija sklopljenih na uređenom tržištu uz sudjelovanje središnje druge ugovorne strane v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 158., 451.

[1633] Takvi sustavi efektivniji su u detektiranju neispravnog terećenja i sprječavanju inflacije (*i.e.* nastanka većeg broja pripisanih vrijednosnih papira od stvarno izdanih), ali su i manje efikasni zbog većih troškova koje iziskuju. O prednostima i nedostacima „uparujućih sustava" v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 115. Po mišljenju *Scherera* i *Galleija* (Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 472. – 473.), uvjetovanje valjanosti pripisa provedbom odgovarajućeg terećenja jedini je način za izbjegavanje inflacije (*i.e.* multipliciranja vlasničkih prava na vrijednosnim papirima). O tome v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 315; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.48, 4.54 – 4.55.

[1634] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 52. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 133. Rogers, James S., Essay, *op.cit*. (bilj. 188), str. 694. Takvi „sustavi" su efikasniji jer iziskuju manje troškove, ali rizičniji zbog većih izgleda za pojavu inflacije (*i.e.* nastanka većeg broja pripisanih od stvarno izdanih vrijednosnih papira). O prednostima i nedostacima „neuparujućih sustava" v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 115. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.46 - 2.48, 4.55; de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 203., 209.

[1635] Uparivanje pripisa i terećenja i upis na neto osnovi međusobno se isključuju. Da bi se pripis mogao upariti s terećenjem, oba upisa trebaju se ticati pojedine transakcije. Upis na neto osnovi ne može se ticati pojedine transakcije jer je rezultat obračuna više transakcija s ekvivalentnim vrijednosnim papirima. O tome v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 158.

[1636] O nepostojanju konsenzusa da Ženevska konvencija obveže države ugovornice na priznavanje netiranja v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-22, 11-23. Konsenzus nije omogućilo ni snažno pravnopolitičko opredjeljenje u korist neto namire transakcija s posredovanim vrijednosnim papirima, a protiv potrebe uparivanja pripisa i terećenja.

[1637] O potrebi da se i harmonizirani paneuropski pravni okvir dotakne tih pitanja v. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.94(11)(c) i (d).

Usprkos *erga omnes* učinku, raspolaganje pravima glede vrijednosnih papira ne manifestira se na van.[1638] Riječ je o iznimci od pravila koje takav učinak uvjetuje publiciranjem, kako pravo ne bi ostalo nepoznato onim sudionicima pravnog prometa kojih se tiče.[1639] Iako djeluju prema svima, posredovani vrijednosni papiri i prava na njima nisu dio javne domene već ostaju skriveni u evidencijama relevantnog intermedijera i, samim time, poznati vrlo uskom krugu neposredno zainteresiranih osoba (*i.e.* imatelju računa, relevantnom intermedijeru i stjecatelju prava). Ostali nemaju pristup podacima o imovini na računu ni o vrsti i nositeljima prava na toj imovini. Potencijalni stjecatelj prisiljen je osloniti se na podatke koje mu dostupnim učini intermedijer uz suglasnost imatelja računa.[1640] Sam ih ne može doznati niti ih može provjeriti. Dostupnost podataka razlikuje se ovisno o načinu stjecanja.[1641] Prava stečena upisom (*i.e.* pripisom ili zabilježbom) razotkriva uvid u račun vrijednosnih papira ili ishođenje potvrde o stanju na računu.[1642] Prava stečena ugovorom (*i.e.* kontrolnim ugovorim ili ugovorom sklopljenim s intermedijerom) na svjetlo dana izlaze samo ako ih intermedijer, imatelj računa ili nositelj prava obznani. U većoj dostupnosti treba tražiti i opravdanje za – ako tako odluči država ugovornica Ženevske konvencije – jači (*i.e.* podređujući) učinak prava stečenih zabilježbom u odnosu na prava stečena kontrolnim ugovorom.[1643]

Različito poimanje naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira objašnjava i razlike među pravnim poretcima po pitanju pretpostavki i posljedica višekratnog raspolaganja tim pravom. Mjerodavno materijalno pravo određuje mogu li prava koegzistirati, u kojem slučaju jedno ima prednost pred drugim, ili se međusobno isključuju.[1644] Konkurirajuća prava zauzimaju (u pravilu) različita mjesta u redoslijedu prvenstva o kojima ovisi mogućnost njihovog ostvarenja (*i.e.* pravo na slabijem mjestu može se ostvariti pod uvjetom da se i tek nakon što se ostvari pravo na boljem mjestu). Da bi si konkurirala, prava trebaju imati ili se

[1638] Za izostanak publiciteta v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 24; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 325. O nepostojanju potrebe da se takav učinak uvjetuje publiciranjem v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 60. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 41. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 202.
[1639] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-21; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 4.28
[1640] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 59., 66. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-10
[1641] O razlici između zabilježbe i kontrolnog ugovora u tom smislu v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-46; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 146.
[1642] O ograničenoj mogućnosti uvida u takav račun, koji nije dio javnog očevidnika, i oslanjanja na takvu potvrdu, koja odražava stanje na računu u isključivo trenutku kad je izdana v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 142. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 147.
[1643] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-29 – 12-30
[1644] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 16. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-23

odnositi na isti objekt – imovinu na (jednom) računu vrijednosnih papira.[1645] Pravu stečenom pripisom ne može, stoga, konkurirati ranije postojeće pravo.[1646] Konkurirati si mogu dva neograničena (*i.e.* apsolutna) stvarna prava, zatim dva ograničena stvarna prava (*e.g*. založna prava) te naposlijetku neograničeno i ograničeno stvarno pravo.[1647] U - po *Thévenozu* - pravnim poretcima „direktnog vlasništva", koji se oslanjaju na stvarnopravna načela *nemo dat* i *prior tempore potior iure*, višekratno se raspolagati može samo zasnivajući ograničena stvarna prava, koja mjesta u redoslijedu prvenstva zauzimaju prema vremenu nastanka.[1648] U tim pravnim poretcima ne mogu si konkurirati neograničena (*i.e.* apsolutna) stvarna prava jer nakon otuđenja dotadašnji nositelj ne može ponovno raspolagati pravom koje nije njegovo.[1649] U – po *Thévenozu* - pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina" redoslijed prvenstva nije nužno posljedica opterećenja niti nužno odražava vrijeme nastanka konkurirajućih prava. U američkom pravu mjesta u redoslijedu prvenstva ovise ponajviše o kontroli.[1650] Razlog tome praktične su posljedice njezine uspostave. Osim što omogućuje slobodno raspolaganje pravom, kontrola može onemogućiti da druga osoba slobodno raspolaže tim pravom.[1651] Takva mogućnost skopčana s nemogućnošću onog koji nema kontrolu, onome s kontrolom jamči bolje mjesto u redoslijedu prvenstva. Uspostava kontrole uklanja bojazan od postojanja ili mogućnosti nastanka konkurirajućih prava na boljem mjestu u redoslijedu prvenstva. Razlike među pravnim poretcima nije jednostavno prevladati.[1652] Teškoćama usprkos, materijalnopravno usklađivanje pravnih poredaka nema alternativu uzme li se u obzir važnost

[1645] Za američko pravo i Ženevsku konvenciju v. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 92. Za švicarsko pravo v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 17

[1646] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 9; *contra* Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 186.

[1647] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-23; O konkurentnosti (neograničenog) prava prenesenog radi osiguranja (*i.e.* fiducija) i (ograničenog) založnog prava u švicarskom pravu v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 17.

[1648] O razlozima koji govore u prilog kronološkom formiranju redoslijeda prvenstva v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 14.

[1649] O tome iz perspektive švicarskog prava v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 238. *Steiner* navodi da prijenos radi osiguranja isključuje mogućnost daljnjeg raspolaganja sa stvarnopravnim učinkom na istom objektu. Po njegovom mišljenju iznimka vrijedi samo u slučaju iz čl. 25. st. 2. t. c. FISA. Za kritiku takvog shvaćanja iz perspektive švicarskog prava v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 17. Tezu da zasnivanje neograničenog prava onemogućuje daljnja raspolaganja istim objektom *Kuhn* odbacuje smatrajući je preformalističkom.

[1650] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 359., 471. Suštinski pogrešnim *Mooney* smatra pristup formiranja redoslijeda prvenstva konkurirajućih prava glede zbirnog portfelja pomoću stvarnopravne konstrukcije, v. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 310. U američkom pravu onaj koji ima kontrolu u prednosti je pred onim koji je nema. U srazu dvije osobe s kontrolom u prednosti je ona koja ju je ranije stekla ako nijedna od njih nije intermedijer. Ako je jedna od njih intermedijer, ta osoba ima prednost neovisno o tome kad se druga osoba domogla kontrole. Kad se pak suoče osigurani vjerovnici od kojih nijedan nema kontrolu redoslijed prvenstva ovisi o perfektuiranju.

[1651] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 384., 434. Rogers, James S., *op.cit.* (bilj. 5), str. 1477., 1484.

[1652] Uređenje redoslijeda prvenstva spada među najkontroverznije dijelove Ženevske konvencije. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 7.

koju sudionici raspolaganja pridaju redoslijedu prvenstva konkurirajućih prava.[1653] *De lege lata*, pravno uređenje redoslijeda prvenstva sadrži Ženevska konvencije.[1654] *De lege ferenda*, treba ga, po mišljenju *Law Commissiona*, sadržavati i harmonizirani paneuropski pravni okvir.[1655] Paneuropska pravila o redoslijedu prvenstva trebaju dati jasan i dosljedan odgovor na pitanje koje mjesto zauzima pravo kupca odnosno osiguranog vjerovnika, a koje pravo samog intermedijera ili ono koje je nastalo na temelju zakona, a ne voljom ugovornih strana.[1656]

Među pravnim poretcima razlike postoje i po pitanju mogućeg objekta raspolaganja. Ovisno o poimanju naravi prava i, posljedično, (ne)primjeni stvarnopravnog načela specijaliteta, pravni poretci različito se odnose spram mogućnosti raspolaganja, kolokvijalno rečeno, računom vrijednosnih papira, odnosno svakodobnom količinom zbirno pohranjenih vrijednosnih papira koji su evidentirani na istom računu. Omogućuju ga samo oni koji, zbog prigušene uloge stvarnog prava, ne inzistiraju na striktnoj primjeni tog načela.[1657] Osobitosti takvog objekta raspolaganja ograničuju način na koji se njime može raspolagati i svrhu koja se raspolaganjem nastoji postići. U pravilu je riječ tzv. „neposjedničkom" pravu radi osiguranja zasnovanom kontrolnim ugovorom ili ugovorom u korist intermedijera.

7.1 Englesko pravo

U engleskom pravu, pravo glede vrijednosnih papira prenosi se novacijom.[1658] Striktno govoreći, nije riječ o prijenosu jer prenositeljevo pravo prestaje i nadomješta ga stjecateljevo pravo, koje tim povodom nastaje. Stjecatelj, stoga, ne stječe upravo ono pravo koje je dotad

[1653] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 49. Pitanje mjesta koje stečeno pravo zauzima u u redoslijedu prvenstva jedno je od tri glavna pitanja koja zanimaju sudionike raspolaganja. Ostala su kako raspolagati pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira i od kad takvo raspolaganje djeluje *erga omnes*.
[1654] Po mišljenju *Thévenoza* (Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 63.), pravila o redoslijedu prvenstva su, uz pravila o zaštiti poštenih stjecatelja, najvažnija pravila Ženevske konvencije.
[1655] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.94(14); LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.33
[1656] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.90
[1657] Za nedoumice po tom pitanju iz perspektive belgijskog i nizozemskog prava v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 307. Za francusko pravo v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 128.
[1658] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.27; Potvrdu ispravnosti svog mišljenja *Benjamin* pronalazi engleskoj judikaturi (Re v Preddy [1996] AC 815), koja je zauzela stav da obračunski platni promet, u okviru kojeg se provode preknjižbe po depozitnim računima, uključuje prestanak tražbine prenositelja i nastanak tražbine stjecatelja. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 111., 113. – 114., 116. - 117. Za prosudbu da je riječ o novaciji *Liang* ključnim smatra trenutak stjecanja (kad imovina postane odrediva kod intermedijera) i načelno nepoznavanje identiteta druge ugovorne strane („prodavatelj prodaje tržištu, a kupac kupuje od tržišta"). Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-045; O novaciji kao načinu raspolaganja instrumentima tržišta kapitala neovisno o načinu držanja v. i Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 295.

imao prenositelj već novo pravo koje je jednako tom ranijem pravu.[1659] Do prijenosa dolazi provedbom uknjižbi odnosno žiro doznake, i to terećenjem računa prenositelja i pripisom na račun stjecatelja.[1660] Uknjižbe, računovodstvena knjiženja, su važne jer iz njih proizlazi konkludentna suglasnost intermedijera za prijenos prava glede vrijednosnih papira na takav način.[1661] Englesko pravo, naime, ne dopušta novaciju tražbine - među koje spada i pravo glede vrijednosnih papira - bez suglasnosti njezinog dužnika.

Zbog toga što je tražbina i što mu je narav „pravična", pravo glede vrijednosnih papira može se - osim novacijom - prenijeti i „pravičnim" ustupom.[1662] Riječ je o prijenosu u punom smislu te riječi jer stjecatelj stječe upravo ono pravo koje je dotad imao prenositelj. Ta mogućnost u praksi se skoro uopće ne koristi. Razlog tome opstojnost je prava i zahtjeva trećih vezanih uz pravo koje se prenosi (engl. *pre-existing equities*). Budući da prenositeljevo pravo ne prestaje, opstaju i prava odnosno zahtjevi koji se uz njega vežu. Upravo zato što pravo glede vrijednosnih papira nije kadar osloboditi tih prava i zahtjeva, „pravični" ustup nije prikladna podloga za razvoj sekundarnog tržišta vrijednosnih papira.[1663]

Budući da nije negocijabilni instrument i da mu narav nije „pravna", pravo glede vrijednosnih papira ne može se prenijeti ni „negocijacijom" (*i.e.* tradicijom) ni „pravnim" ustupom.[1664]

[1659] *Sensu stricto*, novacijom se pravo ne prenosi već se obveza dužnika (*i.e.* izdavatelja ili intermedijera u čijim evidencijama se provodi prijenos) prema prenositelju nadomješta novom, ekvivalentnom obvezom dužnika prema stjecatelju. O tome v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.32. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.05; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 105., 110. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 56.

[1660] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.31

[1661] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.33; Neprovedivost novacije bez sudjelovanja dužnika spominje i *Benjamin*, v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.07.

[1662] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.31, 1.36; Ako se prijenos provodi u evidencijama intermedijera prenosi se – po mišljenju *Law Commission* - „pravično" pravo. Takav prijenos ne dovodi do promjena ni u registru izdavatelja, ni u evidencijama intermedijera na višim razinama ako prenositelj i stjecatelj imaju račun kod istog intermedijera. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 105. – 106.

[1663] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.31; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.17 - 3.20, 3.32; Osim manje „sigurnosti prijenosa", među nedostatke takvog ustupa doktrina ubraja neprenosivost obveza zajedno s pravima i nemogućnost stjecatelja da samostalno (*i.e.* bez prenositelja) utuži intermedijera u čijim evidencijama je proveden prijenos.

[1664] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.26, 3.31; LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.28, 1.34; Negocijacija se provodi isporukom negocijabilnog instrumenta (*e.g.* vrijednosnog papira na donositelja), dok se „pravnim" ustupom prenosi „pravno" vlasništvo vrijednosnih papira, bilo isporukom, ako je riječ o vrijednosnim papirima na donositelja, ili izmjenom registra izdavatelja, ako je riječ o vrijednosnim papirima na ime. Oba načina zahtijevaju neposredno držanje vrijednosnih papira pa mogu biti dostupni isključivo intermedijeru na najvišoj razini.

Uzme li se da je riječ o „raspolaganju postojećim pravičnim pravom“ u smislu odredbe čl. 53(1)(c) The Law of Property Act, za prijenos prava glede vrijednosnih papira englesko pravo zahtijeva pisani oblik i potpis onoga koji raspolaže odnosno njegovog ovlaštenog zastupnika.[1665] Zahtjev se u pravilu ne poštuje u praksi. Imajući u vidu elektronički oblik evidencija u koje intermedijeri upisuju takva prava i dokaznu svrhu isprava koje ugovorne strane eventualno izdaju u svezi s takvim raspolaganjima, dio doktrine (*Benjamin*, *Law Commission*) zaziva intervenciju zakonodavca kojom bi isključio primjenu te odredbe na raspolaganje pravom glede vrijednosnih papira i na taj način uklonio postojeću pravnu nesigurnost.[1666]

Budući da je riječ o suvlasnicima zbirnog portfelja, za raspolaganje svojim pravom svakom ulagatelju potrebna je suglasnost ostalih suvlasnika. Od svakog svog klijenta intermedijer u pravilu očekuje da se prilikom sklapanja ugovora paušalno usuglasi s budućim raspolaganjima ostalih klijenata koji polažu pravo na isti zbirni portfelj. Radi izbjegavanja dvojbi u slučajevima kad takva suglasnost ne bi bila izrijekom ugovorena *Zaccaria* zaziva intervenciju zakonodavca.[1667]

Stjecanje prava glede vrijednosnih papira englesko pravo ne uvjetuje pripisom na stjecateljev račun vrijednosnih papira.[1668] Eventualni propust intermedijera provesti takav pripis ne dovodi u pitanje pripadnost tih prava stjecatelju niti potonjeg izvrgava riziku ostanka bez tih prava učinivši ih dostupnim intermedijerovim vjerovnicima. Za stjecanje, takav pripis u engleskom pravu ne djeluje konstitutivno. Njime ga intermedijer samo *post festum* evidentira. Pravo glede vrijednosnih papira stjecatelj u pravilu stječe prije provedbe pripisa na njegov račun vrijednosnih papira. S obzirom na pravičnu narav i povjereničku osnovu, stjecanje englesko pravo uvjetuje uspostavom povjerenstva i odredivošću imovine na povjerenstvu kod intermedijera. U pravnoj književnosti prevladava shvaćanje da je uvjet ostvaren u trenutku

[1665] Takvo shvaćanje počiva na konzervativnom tumačenju prava koje dio doktrine nastoji opovrgnuti. O tome podrobnije v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.40 – 1.44; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.45 *et seq*. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.39 – 3.40; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.31; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 77. Za nedoumice u judikaturi vezano uz primjenjivost te odredbe na prijenos novacijom v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 105. – 110. Oprečna mišljenja dana su oko toga je li prijenos novacijom „raspolaganje postojećim pravičnim pravom“ u smislu te odredbe, ima li se u vidu da novacijom pravo koje se prenosi prestaje postojati.

[1666] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.37, 1.45; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.56 *et seq.*; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.41; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str.113.

[1667] Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 76., 82.

[1668] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 21. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.63; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.49 – 4.50; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 115. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-047

pripisa vrijednosnih papira na račun stjecateljevog intermedijera kod intermedijera na višoj razini.[1669] Nema, međutim, zapreke da stjecateljev intermedijer sa svojim klijentom ugovori relevantnost nekog drugog trenutka tijekom razdoblja između pripisa na račune svakog od njih.[1670] Kao što za stjecanje prava ne treba čekati provedbu pripisa, pravo se ne može steći ni preuranjenom provedbom pripisa. Budući da ga intermedijer provodi prije nego što je primio financijsku imovinu, uvjetni pripis na račun (engl. *provisional credit*) u okviru ugovorne namire putativnom stjecatelju ne pribavlja stvarno pravo, koje bi ga zaštitilo od kreditnog rizika intermedijera, niti mu omogućuje da, dajući naloge intermedijeru, tim pravom dalje raspolaže.[1671]

Englesko pravo ne zahtijeva uparivanje pripisa i terećenja pa valjanost pripisa ne ovisi o identifikaciji valjanog terećenja.[1672]

Za zasnivanje (engl. *attachment*) prava na pravu glede vrijednosnih papira, poput prava radi osiguranja, englesko pravo ne zahtijeva ispunjenje formalnosti.[1673] Budući da je učinak zasnovanog prava – neovisno o njegovoj stvarnopravnoj naravi – ograničen *inter partes* (*i.e.* između neposrednih sudionika takvog raspolaganja), formalnosti nisu potrebne za zaštitu povjerenja u pravnom prometu. Ostali sudionici pravnog prometa nisu ni zainteresirani znati za zasnivanje prava koje ne djeluje prema njima i kojim nisu vezani. Neformalnost pri zasnivanju takvog prava *McFarlane* i *Stevens* objašnjavaju činjenicom da nije riječ o prijenosu postojećeg prava s jedne osobe na drugu, već o nastanku novog prava na postojećem pravu.[1674] *FMLC* zagovara kodifikaciju „neformalnih raspolaganja“ (engl. *informal dealings*) pravom glede vrijednosnih papira. *De lege ferenda*, pravo u korist osobe koja nije klijent na pravima glede vrijednosnih papira (*e.g.* pravo radi osiguranja) treba moći nastati bez provedbe upisa na račun klijenta, podnošenja u javni registar (engl. *public filings*) ili drugih formalnosti ili prijenosa kontrole, primjerice sklapanjem ugovora između te osobe i klijenta ili uspostavom povjerenstva

[1669] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.73; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 21. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.63; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.49(2)
[1670] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.74; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 21.
[1671] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 21. Za uvjetni pripis općenito v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-22.
[1672] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 114. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.55
[1673] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 12. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 4.27., 5.16; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 46.
[1674] McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 46.

(FMLC načelo 5(a)). Za zasnivanje takvog prava dovoljan treba biti običan ugovor, kojim ulagatelj dopušta opterećivanje svog prava glede vrijednosnih papira.[1675]

Neformalnost svojstvena za zasnivanje ne vrijedi za perfektuiranje zasnovanog prava. Neformalna raspolaganja ne trebaju se, *de lege ferenda*, moći prisilno ostvariti od trećih osoba (FMLC načelo 5(b)). Imperfektno pravo nastalo neformalnim raspolaganjem djeluje između neposrednih sudionika tog raspolaganja (*inter partes*).[1676] Za protezanje učinka takvog prava na treće osobe (*i.e.* one koje nisu neposredni sudionici raspolaganja) potrebno je poduzeti određene formalne radnje. Po mišljenju *Benjamin*, za perfektuiranje prava radi osiguranja na pravu glede vrijednosnih papira englesko pravo zahtijeva obavijest intermedijeru.[1677] Po uzoru na čl. 9. UCC, *FMLC* propagira kontrolu kao način perfektuiranja prava.[1678] *De lege ferenda*, raspolaganje pravima glede vrijednosnih papira (bilo tako da ih se prenese (engl. *outright transfer*) ili da ih se optereti pravom radi osiguranja (engl. *security interest*)) treba moći postati prisilno ostvarivo od trećih osoba prijenosom kontrole. Ne treba zahtijevati dodatne formalnosti (FMLC načelo 6(a)). Kontrola treba biti pozitivna ovlašćujući nositelja perfektnog prava i, eventualno, dajući mu mogućnost da raspolaže pravom koje kontrolira.[1679] Kontrola, stoga, može biti samo pravna ili i pravna i operativna iliti praktična. Operativnu iliti praktičnu kontrolu, koja sama po sebi nije dovoljna,[1680] nositelj prava stječe pripisom vrijednosnih papira na svoj račun.[1681] Za razliku od operativne iliti praktične kontrole, koja je posljedica upisa (*i.e.* pripisa), pravna kontrola može proizaći – osim iz upisa (*e.g.* zabilježbe) - iz ugovora sklopljenog s davateljem osiguranja.[1682] Višekratno raspolaganje može dovesti do toga da više od jedne osobe ima pozitivnu kontrolu na pravu glede vrijednosnih papira. Negativna kontrola, koja bi nositelju perfektnog prava omogućila da spriječi raspolaganje pravom pod njegovom kontrolom, nije ni potrebna ni dovoljna.[1683] Mogućnost klijenta (*i.e.* davatelja osiguranja) da upravlja svojim računom treba ovisiti o ugovoru s nositeljem prava. Kad se pravom glede

[1675] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 23.
[1676] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 12., 24.
[1677] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 4.29; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 78. Tako i Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 36.
[1678] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 24.
[1679] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 24.
[1680] Za raspravu o (ne)dostatnosti isključivo operativne kontrole u kontekstu DFO v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 121. – 122. FMLC, Property Instruments, *op.cit.* (bilj. 127), Rd. 6-10 – 6-11.
[1681] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.58; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 112.
[1682] Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 145.
[1683] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 24. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 46. Za potrebe DFO, *Law Commission* nužnom smatra negativnu kontrolu, v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.58.

vrijednosnih papira raspolaže u korist intermedijera radi osiguranja, ne treba zahtijevati dodatne radnje za perfektuiranje prava zasnovanog u tu svrhu (FMLC načelo 6(b)). Kad je primatelj osiguranja intermedijer davatelja osiguranja, pravo radi osiguranja perfektuira se automatski.

U slučaju višekratnog raspolaganja pravom glede vrijednosnih papira, imperfektna prava radi osiguranja, koja su nastala neformalnim raspolaganjem, nisu kadra zadržati svoje mjesto u redoslijedu prvenstva. *De lege ferenda*, na niže mjesto trebaju ih moći potisnuti naknadna raspolaganja koja su rezultirala prijenosom kontrole ili koja su evidentirana na računu klijenta (FMLC načelo 5(b)). Kasnije nastala perfektna prava preskaču u redoslijedu prvenstva ranije nastala imperfektna prava.[1684] Redoslijed prvenstva perfektnih prava radi osiguranja englesko pravo – po mišljenju *Benjamin* - određuje prema vremenu davanja obavijesti intermedijeru (*i.e.* prema vremenu perfektuiranja).[1685] Oslanjajući se na čl. 9. UCC, *FMLC* zagovara relevantnost kontrole - osim za perfektuiranje prava - kod pozicioniranja konkurirajućih prava u redoslijedu prvenstva. [1686] *De lege ferenda*, u slučaju višekratnog raspolaganja, osoba koja je stekla kontrolu treba imati prednost (*i.e.* pravo te osobe treba zauzeti bolje mjesto u redoslijedu prvenstva) pred osobom koja je nije stekla. U srazu dviju osoba s kontrolom, prednost treba imati ona čije pravo je ranije evidentirano na računu. Ako pak pravo nijedne od njih nije evidentirano na računu, prednost treba imati ona koja je ranije stekla kontrolu (FMLC načelo 7(d)).

Oblik i narav prava glede vrijednosnih papira ograničavaju vrste prava radi osiguranja koja se na njemu mogu zasnovati. Netjelesnost prava glede vrijednosnih papira diskvalificira sva ona prava radi osiguranja zasnivanje kojih zahtijeva prijenos posjeda, poput *pledgea*.[1687] Pravičnost prava glede vrijednosnih papira isključuje mogućnost zasnivanja prava radi osiguranja koja su po svojoj naravi pravna, poput pravnog *mortgagea* (engl. *legal*

[1684] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 12., 24.
[1685] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 4.34 - 4.35; Formiranje redoslijeda prvenstva prema vremenu davanja obavijesti dužniku način je perfektuiranja prava radi osiguranja na netjelesnim stvarima (*i.e.* tražbini). Riječ je o iznimci od općeg pravila po kojem redoslijed prvenstva određuje vrijeme zasnivanja prava radi osiguranja. Iznimka se temelji na stajalištu judikature zauzetom u predmetu *Dearle v Hall* (1828) 3 Russ 1; [1824-34] All ER Rep 28. Podrazumijeva se da nema potrebe za obaviješću ako se pravo perfektuira provedbom pripisa na drugi račun vrijednosnih papira. O tome v. i Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 4.45(4); Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 79. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 134., 138.
[1686] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 25.
[1687] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.28, 4.58, 5.05; O *pledgeu* podrobnije v. Gullifer, Louise, u: Beale, Hugh; Bridge, Michael; Gullifer, Louise; Lomnicka, Eva, The Law of Personal Property Security, Oxford, 2007, Rd. 3.01 *et seq*. Riječ je o pravu sličnom založnom pravu na pokretnini po hrvatskom pravu.

mortgage).[1688] Mogućnost neformalnog zasnivanja i pravična narav zaslužni su da se *charge* etabliralo kao prikladno pravo radi osiguranja na pravu glede vrijednosnih papira.[1689] Kao alternativa, u literaturi se spominje pravični *mortgage* (engl. *equitable mortgage*), bilo prijenosom imovine na račun primatelja osiguranja ili ustupom računa primatelju osiguranja i obaviješću intermedijeru o provedenom ustupu.[1690]

7.2 Njemačko i austrijsko pravo

7.2.1 Prijenos udjela u zbirnom portfelju

U njemačkom i austrijskom pravu udjeli u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dijelovi zbirne isprave mogu se prenijeti temeljem pravnog posla po pravilima stvarnog prava koja uređuju stjecanje i gubitak vlasništva pokretnih stvari (čl. 929. – 931. BGB odnosno čl. 426. - 428. ABGB) i temeljem zakona po pravilima depozitnog prava koja uređuju komitentovo stjecanje od komisionara (čl. 24. st. 2. dDepotG odnosno čl. 17. st. 2. öDepotG).[1691] U oba pravna poretka stvarno pravo u objektivnom smislu dominantna je pravna osnova žiro prometa vrijednosnih papira.[1692] Depozitno pravo njegova je dopunska odnosno podredna pravna osnova ograničenog područja primjene i bitno manje praktične važnosti.[1693] Upisom u skrbničku knjigu

---

[1688] O pravnom *mortgageu* podrobnije v. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 1687), Rd. 4.05 – 4.07. Riječ je o pravu sličnom fiduciju po hrvatskom pravu.

[1689] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 5.16; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 4.28; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-28; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.66, 7.68; O *chargeu* podrobnije v. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 1687), Rd. 4.34 *et seq*. Riječ je o pravu sličnom založnom pravu na pravu po hrvatskom pravu.

[1690] Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-28; O pravičnom *mortgageu* podrobnije v. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 1687), Rd. 4.07 – 4.10.

[1691] I njemačko i austrijsko pravo vrijednosne papire svrstavaju među tjelesne stvari, v. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 135. Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence, *op.cit*. (bilj. 79), str. 36. Za njemačko pravo v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 28; Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 278.Za austrijsko pravo v. i Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 13., 33., koji među tjelesne stvari svrstava i utjelovljena prava. *cf*. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 46. Tjelesnim stvarima *Gruson* smatra samo vrijednosne papire na donositelja, ne i one na ime.

[1692] Za njemačko pravo v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 3, 27, 30, 57. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 56; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 226; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 36. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 252. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 48. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 143. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 203., 235. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/26, 4/110.

[1693] Za ograničenje područja primjene odredbe čl. 24. st. 2. dDepotG v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 7, 31; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 83; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 99. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 234. – 235. Za nemogućnost *bona fide* stjecanja udjela u zbirnom portfelju upisom u skrbničku knjigu komisionara v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 34; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 40; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 229; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 39. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 252. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 51. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 143. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 235. Kad je pravna osnova stjecanja zakon *bona fide* stjecanje je moguće samo ako tu mogućnost izrijekom predvidi zakonski tekst. Za ograničenje područja primjene odredbe čl. 17. st. 2. öDepotG v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/111; Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 75. Za malu praktičnu važnost stjecanja temeljem zakona sukladno odredbi čl. 24. st. 2. dDepotG v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 77; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas,

komisionara udjel u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dio zbirne isprave može steći samo komitent tog komisionara, i to samo pod uvjetom da je komisionar bio ovlašten za raspolaganje tim udjelom odnosno suvlasničkim dijelom i da ga komitent dotad nije stekao pravnim poslom i predajom odnosno surogatom predaje. Ograničenje *ratione personae* i nemogućnost *bona fide* stjecanja udjela odnosno suvlasničkog dijela pouzdajući se u ovlaštenje komisionara za raspolaganje razlozi su zbog kojih, za potrebe žiro prometa vrijednosnih papira, depozitno pravo nije kadro izaći iz sjene stvarnog prava.[1694] Uporabnu vrijednost depozitnog prava kao pravne osnove žiro prometa vrijednosnih papira umanjuje to što depozitno pravo ne igra ulogu kod transakcija sklopljenih na uređenom tržištu. S druge strane, u granicama svog područja primjene može se pokazati korisnim za stjecatelja jer stjecanje temeljem zakona ne zahtijeva ispunjenje svih onih pretpostavki koje su nužne za stjecanje temeljem pravnog posla.[1695]

7.2.1.1 Prijenos po pravilima stvarnog prava

Za prijenos udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave po pravilima stvarnog prava njemačko i austrijsko pravo zahtijevaju ugovor o prijenosu vlasništva.[1696] U praksi strane ga ne sklapaju izrijekom već konkludentno.[1697] Za razliku od njemačkog prava, koje ga odgađa za stadij namire transakcije, u austrijskom pravu sklapanje ugovora o prijenosu – po mišljenju dijela doktrine - koincidira sa sklapanjem ugovora o preuzimanju obveze na prijenos.[1698] Dok ga u njemačkom pravu sklapaju skrbnici kao zastupnici (njem. *Stellvertreter*) svojih klijenata (*i.e.* otuditelja i stjecatelja) postupajući pritom u svoje ime temeljem ovlaštenja sukladno odredbi čl. 185. st. 1. BGB a za račun „onog koga se

op.cit. (bilj. 55), § 72 Rn. 40; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 39. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 186. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 143. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 236., 238.

[1694] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 29, 62

[1695] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 30, 54; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 270; O koristima od depozitne pravne osnove v. i Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 51.

[1696] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 73, § 6 Rd. 6; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.114; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 183. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 144. *et seq*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 207. *et seq*. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 53. Za austrijsko pravo v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 164., 167. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 60.

[1697] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 74; Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 69; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.114 – 18.115; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 257 – 259; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 144. – 145. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 208., 211. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 53., 103. Dostava dokumentacije za provedbu preknjižbe od strane otuditeljevog skrbnika središnjem depozitoriju označava konkludentno davanje ponude za sklapanje ugovora. Prihvaćanje ponude ogleda se – uzme li se da je središnji depozitorij glasnik - u neprotivljenju stjecateljevog skrbnika provedbi pripisa na svoj račun vrijednosnih papira omogućujući time bezuvjetan prijenos posrednog posjeda, odnosno – uzme li se da je središnji depozitorij zastupnik stjecateljevog skrbnika – u provedbi preknjižbe, odnosno - kad u poravnanju sudjeluje središnja druga ugovorna strana – u bezuvjetnom prihvaćanju tzv. „izvještaja o predstojećoj isporuci“ (njem *Soll-Lieferreport*). *Contra* Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 192., 194., koja smatra da ugovor nastaje neopozivošću naloga unesenih u sustav.

[1698] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 74. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/116; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 167., 202. – 203. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 60., 76.

tiče“, u austrijskom pravu sklapaju ga otuđitelj i stjecatelj osobno.[1699] Ulogu skrbnika austrijsko pravo ograničava na stadij namire transakcije, u kojem provode odgovarajuća knjiženja, ne dopuštajući im pristup stadiju sklapanja transakcije. Postupanje za račun „onog koga se tiče“ skrbnicima omogućuje da se ne legitimiraju kao zastupnici i da drugoj strani ne otkriju identitet zastupanog, koji za nju nema nikakvu važnost.[1700] Njemačka doktrina dvoji oko uloge središnjeg depozitorija. Dok ga dio (*e.g. Behrends*, *Scherer* i *Martin*, *Rögner*, *Bauer*, *Horn*) pozicionira kao pukog glasnika (njem. *Bote*), koji samo odašilje i prima uzajamna očitovanja volje skrbnika ne utječući pritom na njihov sadržaj, drugi dio (*e.g. Canaris*, *Einsele*, *Mock*, *Wust*, *Segna*, *Kühn*) smatra ga zastupnikom stjecateljevog skrbnika ili samog stjecatelja koji ima određenu samostalnost zbog koje snosi određenu odgovornost.[1701] Tu svoju ulogu središnji depozitorij prepušta središnjoj drugog ugovornoj strani (engl. *central counterparty*; njem. *Zentraler Kontrahent*) ako ona sudjeluje u fazi poravnanja transakcije sklopljene na uređenom tržištu.[1702]

Osim ugovora o prijenosu vlasništva, pravila njemačkog i austrijskog stvarnog prava koja uređuju stjecanje i gubitak vlasništva pokretnih stvari zahtijevaju predaju (čl. 929. r. 1. BGB, čl. 426. ABGB) odnosno surogat predaje (čl. 929. r. 2. – 931. BGB, čl. 427. – 428.

[1699] Za njemačko pravo v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 68; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 74; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 102; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 257, 259; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 37. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 40. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 144. – 145. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 164. – 165. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 209. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 103. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/116, 4/119. Po mišljenju *Ire*, skrbnik nije ni zastupnik, jer ne poznaje pravnu osnovu prijenosa, ni glasnik jer to ne odgovara volji ugovornih strana i usložnjuje provedbu prijenosa. Zbog nepoznavanja pravne osnove prijenosa sudjelovanje skrbnika u sklapanju ugovora o raspolaganju formiranjem pravno relevantne volje *Iro* smatra običnom fikcijom. Budući da uloga glasnika ne zahtijeva poznavanje i razumijevanje sadržaja očitovanja koje prenose, *Iro* je – za razliku od uloge zastupnika – ne isključuje ali je ograničava na iznimne slučajeve kad je neprijeporno da strane još nisu sklopile ugovor o raspolaganju.

[1700] U njemačkom pravu načelo transparentnosti (njem. *Offenheitsgrundsatz*) zahtijeva da zastupnik drugoj ugovornoj strani otkrije da ne očituje svoju volju već volju zastupnika (njem. *Vertreterwille*). Sklapanje ugovora za račun „onog koga se tiče“ omogućuje odstupanje od tog načela pod uvjetom da je drugoj strani identitet zastupanog irelevantan. O tome v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 68; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 50., 54. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 105.

[1701] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 69 - 70; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 74, 77; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 6; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.114; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 259 - 260; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 144. – 146. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 191. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 59., 62. – 63., 157. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 211. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 103., 104. – 105. Po mišljenju *Behrendsa*, nesamostalnost središnjeg depozitorija posljedica je vezanosti uputama skrbnika. Ulogu stjecateljevog zastupnika *Behrends* uskraćuje središnjem depozitoriju jer ne poznaje krajnje zastupanu osobu i jer mogućnost stjecanja u dobroj vjeri ne treba ovisiti o njegovom poštenju. O ulozi središnjeg depozitorija kod sklapanja ugovora o prijenosu vlasništva po njemačkom pravu v. i Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 102; Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/116; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 185. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 36.

[1702] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 75; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.116; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 185. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 149. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 191., 194. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 247.

ABGB) radi prelaska posjeda. Prijepori vezani uz posjed zbirnog portfelja odnosno zbirne isprave, koji postoje u njemačkoj i austrijskoj pravnoj književnosti, stvorili su nedoumice glede načina prijenosa udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave. Ako posjed nije moguć, irelevantan je za prijenos pa nema potrebe za predajom odnosno surogatom predaje.

Dio austrijske i njemačke doktrine, koji ne problematizira stupnjevani posredni suposjed zbirnog portfelja odnosno zbirne isprave, prijenos udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave po pravilima stvarnog prava uvjetuje predajom ili njezinom surogatom, koji su potrebni za prelazak suposjeda zbirnog portfelja odnosno zbirne isprave.[1703] I u njemačkom i u austrijskom pravu do prijenosa u većini slučajeva dolazi tzv. posjedovnom uputom (njem. *Besitzanweisung*).[1704] Njome otuđitelj upućuje i ovlašćuje svog skrbnika da vrijednosne papire ubuduće drži za stjecatelja. Ako ujedno nije i stjecateljev skrbnik, otuđiteljev skrbnik postupa po uputi svog klijenta upućujući podskrbnika da vrijednosne papire koje je dotad držao za njega ubuduće drži za stjecateljevog skrbnika.[1705] Ono po čemu se njemačko i austrijsko pravo razlikuju status je posjedovne upute. Dok je njemačko pravo smatra predajom, austrijsko pravo svrstava je među surogate predaje (konkretno, tradiciju očitovanjem).[1706] Predajom se, stoga, udjeli u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dijelovi zbirne isprave u

[1703] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 6; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 24; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 54. *et seq*. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/112 - 4/113.

[1704] Za njemačko pravo v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.106; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38. Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 2. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 166. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 96. – 97. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 119; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 214. *Cf.* Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 57., 100., koja izrijekom ne spominje posjedovnu uputu, već govori o „predaji pomoću posredujućeg odnosa" (njem. *Übergabe mittels Besitzmittlungsverhältnis*) odnosno o „promjeni posjeda kao predaji u smislu čl. 929. r. 1. BGB" (njem. *Besitzumstellung als Übergabe i.S.v. § 929. S. 1 BGB*). Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/46, 4/113, 4/119, 4/121; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 4-14. Eccher, Bernhard, u: Koziol, Helmut, Bydlinski, Peter, Bollenberger, Raimund (ured.), Kurzkommentar zum ABGB, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, 2007, Wien (u daljnjem tekstu: Koziol *et al.*, Kurzkommentar zum ABGB), § 428 Rd. 1, 4; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 167. Schacherreiter, Judith, *op.cit*. (bilj. 15), str. 339. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 371. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 61., 67., 76., 120., 167.

[1705] Za njemačko pravo v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 261; Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 40. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 146. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/46, 4/122. Dajući tu uputu podskrbniku prenositeljev skrbnik izvršava prenositeljevu uputu da vrijednosne papire koje podskrbnik drži za njega na pohrani prenese primatelju na račun. Budući da u svoje ime raspolaže imovinom klijenta skrbniku treba ovlaštenje za raspolaganje (njem. *Verfügungsermächtigung*), koje sadrži (asignacijski) nalog za prijenos vrijednosnih papira.

[1706] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 104; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 261. U austrijskom pravu predaja uključuje samo „tjelesnu predaju iz ruke u ruku" (njem. *körperliche Übergabe von Hand zu Hand*) (čl. 426. ABGB). U tom slučaju otuđitelj nalaže svom skrbniku da vrijednosne papire isporuči stjecatelju odnosno njegovom skrbniku, a otuđiteljev skrbnik kao njegov pomoćnik pribavlja posjed stjecatelju direktno ili preko stjecateljevog ovlaštenog skrbnika kao nesamostalnog posredujućeg posjednika. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/112. *Cf.* Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 68., 71., koji – priklonivši se manjinskom shvaćanju – posjedovnu uputu smatra podvrstom simboličke tradicije.

većini slučajeva prenose samo u njemačkom pravu.[1707] Ostali surogati predaje - tradicija *brevi manu* (čl. 929. r. 2. BGB), posesorni konstitut (čl. 930. BGB) i vindikacijska cesija (čl. 931. BGB) – i u njemačkom i u austrijskom pravu zanemarive su praktične važnosti kad je o prijenosu udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkih dijelova zbirnog portfelja riječ.[1708] Štoviše, dio doktrine osporava mogućnost prijenosa udjela u zbirnom portfelju u okviru žiro prometa vrijednosnih papira vindikacijskom cesijom (*i.e.* prijenosom tražbine za isporuku vrijednosnih papira).[1709] Predaja udjela u zbirnom portfelju nije faktična radnja (njem. *Realakt*) već posljedica ugovora o prelasku suposjeda (njem. *Einigung über den Übergang des Mitbesitzes*) sukladno čl. 929. st. 1. BGB sklapanje kojeg koincidira sa sklapanjem ugovora o prijenosu vlasništva.[1710]

Provedbom posjedovne upute mijenja se posredujući odnos (njem. *Umstellung von Besitzmittlungsverhältnissen*).[1711] Kad je ujedno i stjecateljev skrbnik, otuđiteljev skrbnik

[1707] O predaji kao dominantnom načinu prijenosa u njemačkom pravu v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 72; Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 72; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 6; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 256; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 184. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 166. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 96. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 214.

[1708] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 80 – 82; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 6; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, § 72; Rn. 111; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.61; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 143. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 165. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 91. *et seq*. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 106. – 108. Za stjecanje dodatnog udjela u zbirnom portfelju kojeg je već od ranije suvlasnik i posredni suposjednik komitentu je dovoljan pravni posao upravljen na prijenos suvlasništva (čl. 929. r. 2. BGB). Posesorni konstitut (čl. 930. BGB) rezerviran je za slučajeve kad komitent udjel u zbirnom portfelju iznimno stječe od komisionara ili posredstvom komisionara od njegovog drugog klijenta koji ga ovlastio za raspolaganje. Ustupom tražbine na predaju iz čl. 870. BGB (čl. 931. BGB) suvlasništvo zbirnog portfelja može se prenositi samo između klijenata istog skrbnika. *Behrends* smatra da ni u tom slučaju (*i.e.* između članova središnjeg depozitorija ili klijenata istog skrbnika) prijenos suvlasničkih dijelova ustupom zahtjeva za predaju ne daje uporište za siguran žiro promet vrijednosnih papira, v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 81. Slično Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 108. Za razliku od stjecanja ustupom tražbine na predaju iz čl. 7. odnosno čl. 8. dDepotG (čl. 931. BGB), kod stjecanja predajom (čl. 929. r. 1. BGB) stjecatelj originarno stječe tražbinu na predaju iz čl. 7. odnosno čl. 8. dDepotG, i to kao zakonsku posljedicu stjecanja vlasništva (*ex lege*), v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79. O prednostima (niži troškovi) i nedostacima (nezaštićenost stjecatelja od daljnjeg raspolaganja) stjecanja surogatima predaje, koje ne prati pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira, po njemačkom pravu v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 44. O surogatima predaje v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 212. – 214. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 62. *et seq*.

[1709] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.106; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 89. – 90, 92. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/115.

[1710] Ugovor o prelasku suposjeda sklapa se također konkludentno tako da središnji depozitorij u ulozi zastupnika stjecateljevog skrbnika prihvati „za onog koga se tiče" ponudu otuđiteljevog skrbnika „za onog koga se tiče" za promjenom posredujućeg odnosa u korist stjecateljevog skrbnika. Središnji depozitorij konkludentno prihvaća ponudu provedbom odgovarajuće preknjižbe u svojim evidencijama. O tome v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 5 Rd. 76. *Cf*. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 54., 58., koja predaju smatra faktičnom radnjom neovisno o tome što za subjektivnu pretpostavku ima sporazum o promjeni samostalnog posjeda. O modusu kao faktičnoj radnji v. i Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 60. – 61.

[1711] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 71; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 26; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 6; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), §

zadržava nesamostalni posjed vrijednosnih papira koji se prenose, a posredujući odnos (na toj kariki skrbničkog lanca) doživljava subjektivnu preinaku (*i.e.* odnos s otuđiteljem nadomješta odnos sa stjecateljem). Posredujući se odnos pritom ne prenosi s otuđitelja na stjecatelja, već taj odnos s otuđiteljem prestaje i nastaje isti takav odnos sa stjecateljem. Do promjene posredujućeg odnosa na višoj kariki skrbničkog lanca (uključujući središnji depozitorij) može doći samo ako otuđitelj i stjecatelj nemaju istog skrbnika.[1712] Kad nije ujedno i stjecateljev skrbnik, otuđiteljev skrbnik gubi nesamostalni posjed vrijednosnih papira koji se prenose, koji stječe stjecateljev skrbnik. I u tom slučaju otuđiteljev skrbnik okončava posredujući odnos s otuđiteljem, samo što ga ne nadomješta takvim odnosom sa stjecateljem.

Promjena posredujućeg odnosa manifestira se provedbom odgovarajućih upisa u evidencijama skrbnika.[1713] Terećenje otuđiteljevog računa vrijednosnih papira manifestacija je okončanja posredujućeg odnosa skrbnika s otuđiteljem, dok je pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira manifestacija uspostave takvog odnosa skrbnika sa stjecateljem.[1714] U pravnom prometu takva preknjižba relevantna je publikacijska činjenica.[1715] Ona posjedu ne oduzima publicitetnu funkciju već mu omogućuje da je ostvari. Zahvaljujući preknjižbi, posredni suposjed - koji *stricto sensu* nema vanjsku manifestaciju - može zadržati ulogu vanjske slike subjektivnog prava, odnosno nositelja pravnog privida o titularu tog prava (njem. *Rechtsscheinträger*).[1716] Kako promjena posredujućeg odnosa počiva na promjeni smjera volje

72 Rn. 103; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.106, 18.112; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 261; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 184. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 146. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 166. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 96. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 214. Sukladno čl. 21. st. 1. r. 2. Općih uvjeta poslovanja CBF (stanje na 3. veljače 2017.), suposjed prelazi zasnivanjem posredujućeg odnosa između CBF i klijenta u ulozi stjecatelja te promjenom volje CBF za posredovanjem posjeda glede udjelova koji se prenose.

[1712] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 87; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 39.

[1713] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 32; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.62; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 261; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38., 113. Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 2. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 96. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 101.

[1714] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 74; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 101. Terećenjem računa svog klijenta prestaje volja skrbničke banke da nesamostalno posjeduje vrijednosne papire za tog klijenta (njem. *Besitzmittlungswille*), v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 82. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 28; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 6; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.107, 18.112; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 261; Kod prijenosa suvlasništva žiro zbirnog portfelja između klijenata dva člana središnjeg depozitorija (CBF) (*i.e.* klijent jednog člana CBF-a prenosi suvlasništvo zbirnog portfelja klijentu drugog člana CBF-a) provode se dva pripisa i dva terećenja. CBF provodi pripis na račun svog člana koji, također, pripisuje vrijednosne papire na račun svog klijenta – stjecatelja. Osim toga, CBF tereti račun svog člana koji za istu količinu vrijednosnih papira tereti račun svog klijenta – otuđitelja.

[1715] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 82; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 28. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/114, 4/123. Uknjižba je, po mišljenju *Ire*, prikladno i dovoljno očitovanje *animi possidendi*. Uknjižbom se ispunjavaju obje pretpostavke za stjecanje posrednog posjeda stjecatelja: formiranje posjedovne volje i uspostava faktičke vlasti promjenom detencijske volje.

[1716] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 82; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 28; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 112. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj.

skrbnika za nesamostalnim posjedovanjem (njem. *Besitzmittlungswille*), provedbom preknjižbe skrbnik očituje svoju volju da vrijednosne papire više ne posjeduje za otuđitelja i/ili da ih od tad posjeduje za stjecatelja.[1717] U pravnoj književnosti provlači se teza da izostanak preknjižbe svjedoči o nepromijenjenoj detencijskoj volji (njem. *Detentionswille*) skrbnika, odnosno o nepostojanju posredujućeg odnosa sa stjecateljem.[1718] Preknjižba je, stoga, završni čin prijenosa suposjeda, uz koji i njemačko i austrijsko pravo veže prijenos udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave.[1719] Provedba preknjižbe ne stupa na mjesto prijenosa suposjeda već mu se pridodaje.[1720] Za prijenos udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave potreban je prijenos suposjeda do kojeg dolazi provedbom preknjižbe.[1721] Dodavanje preknjižbe kod prijenosa udjela u zbirnom portfelju po pravilima stvarnog prava, pravnodogmatski, pravno je rafiniranje *praeter legem* odredbe čl. 929. r. 1. BGB.[1722] Iako nužna, preknjižba za veći dio njemačke i austrijske doktrine nije dovoljna jer stvarno pravo inzistira na prijenosu posjeda kao načinu raspolaganja.[1723] U oba pravna poretka prevladava shvaćanje da pripis na račun nema konstitutivni učinak za stjecanje udjela u zbirnom portfelju temeljem pravnog posla.[1724] O eventualnoj konstitutivnosti pripisa može biti govora samo u smislu njegove neizostavnosti za prijenos i relevantnosti trenutka njegove provedbe.[1725]

Problematizirajući stupnjevani posredni suposjed zbirnog portfelja odnosno zbirne isprave, drugi dio njemačke i austrijske doktrine protivi se prijenosu udjela u zbirnom portfelju

---

3), str. 226. *Cf*. Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 280., Micheler, Eva, Doctrinal Path Dependence, *op.cit*. (bilj. 79), str. 47. koja spominje zakonsku fikciju stjecanja posjeda isprave pripisom vrijednosnog papira na stjecateljev račun.

[1717] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70, 82; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 267, 288; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 146. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 101. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/113 – 4/114, 4/119, 4/161.

[1718] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/114; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 321. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 219. Provedbom pripisa u stjecateljevu korist skrbnik očituje odnosno dokumentira svoju volju za nesamostalnim posjedovanjem vrijednosnih papira u korist stjecatelja.

[1719] Drugim riječima, preknjižba samo okončava prijenos udjela u zbirnom portfelju. O tome v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70, 82. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 99. *Cf*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 146., koji učinak prijenosa posjeda veže uz provedbu preknjižbe. Slično i Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 166., koja navodi da se, kad se namiruje i novčana strana transakcije, posjed prenosi provedbom pripisa na stjecateljev račun vrijednosnih papira. O relevantnosti trenutka provedbe pripisa na depozitni račun za prelazak vlasništva u austrijskom pravu v. i Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 119., 218.

[1720] Za njemačko pravo v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 112., 159. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/115.

[1721] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70, 82

[1722] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 29; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70

[1723] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70.

[1724] Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 3. Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 83; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 59. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 6; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 261; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 163. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 113. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 27. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/115, 4/161.

[1725] Za njemačko pravo v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 219. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/161.

odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave po pravilima stvarnog prava predajom odnosno surogatom predaje.[1726] Osim što predodžbu o stupnjevanom posrednom posjedu međuskrbnika i deponenata u podlozi žiro prometa vrijednosnih papira naziva neživotnom i neprikladnom, *Canaris* kritizira neprirodnost konstrukcija nužnih za stvarnopravni prijenos vlasništva pokretnih stvari, smatrajući da nemaju uporište u volji sudionika žiro prometa vrijednosnih papira.[1727] Iz tih razloga *Canaris* odbacuje predaju i na njezino mjesto stavlja preknjižbu u evidencijama središnjeg depozitorija.[1728] Po njegovom mišljenju, udjel u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dio zbirne isprave prenosi se, umjesto ugovorom o prijenosu vlasništva i predajom, ugovorom o prijenosu vlasništva i tom preknjižbom. Za nadomještanje predaje preknjižbom ne postoji izričito uporište u zakonskom tekstu. Dio njemačke doktrine (*e.g. Lenenbach*) u tome prepoznaje dodatno pravno rafiniranje odredbe čl. 929. r. 1. BGB, koje rezultira dvodijelnom pravnom osnovom stjecanja i pripisom u ulozi vanjske slike subjektivnog prava, odnosno nositelja pravnog privida o titularu tog prava (njem. *Rechtsscheinsträger*).[1729] Slično rezonira i dio austrijske doktrine (*e.g. Brunner, Micheler*) opravdavajući konstitutivnost pripisa za stjecanje vrijednosnih prava kombinacijom analogne primjene prava i dopuštenog pravnog rafiniranja, a protezanje primjene odredbe čl. 17. st. 2. öDepotG, koja uređuje komitentovo stjecanje od komisionara temeljem zakona, na prijenose u okviru žiro prometa vrijednosnih papira općenito evolucijom žiro prometa vrijednosnih papira u netjelesni sustav za prijenos.[1730] Drugi dio njemačke doktrine (*e.g. Rögner*) upozorava na nezakonitost takvog pravnog rafiniranja (njem. *Rechtsfortbildung contra legem*) imajući u vidu da se *de lege lata* udjel u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dio zbirne isprave uknjižbom može steći samo

[1726] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 78; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 26, 30; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 185. – 186. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 36. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 88. Za austrijsko pravo v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 161. *et seq*. Posjedovnopravna strana prijenosa vlasništva u žiro prometu vrijednosnih papira u literaturi već je dulje vrijeme predmet prijepora i dvojbi.

[1727] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 86; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 223; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 4., 289. Rastezanje posjeda preko većeg broja posjednika („rasplinjavanje posrednog posjeda u višestupanjski posredni posjed“) *Canaris* smatra pravnopolitički vrlo upitnim i posve besmislenim u pravnom prometu vrijednosnih papira. Takvo shvaćanje *Canaris* bazira na spoznaji da je posjed izgubio svoju izvornu publicitetnu funkciju. O tome v. i Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 159. *Iro* se protivi takvom shvaćanju ukazujući na brojnost sfera suvremenog gospodarskog života u kojima posjed ima vrlo ograničenu mogućnost ispunjavanja svoje publicitetne funkcije, v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/110.

[1728] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 86; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3, 273; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 200. Ne gubeći iz vida važeći zakonski okvir za prijenos suvlasništva pravnim poslom, *Canaris* ističe da „*de lege lata* ne preostaje drugo nego taj postupak nekako stisnuti u kategorije iz čl. 929. *et seq.* BGB“.

[1729] O takvom pravnom rafiniranju v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79; Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 6. – 7. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 199. - 200.

[1730] Za taj stav *Brunnera* v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/111. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 188., 198., 264., 388. Za kritiku takvog stava *Micheler* v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 239.

temeljem zakona.[1731] Takvom promišljanju priklanja se i dio austrijske doktrine (*e.g. Iro*) ističući ograničeno područje primjene odredbe čl. 17. st. 2. öDepotG i njezinu svrhu koja se svodi na zaštitu komitenata.[1732] Zakonski oslonac za nadomještanje predaje preknjižbom dio austrijske doktrine (*Wieselmann*) pronalazi u odredbi čl. 4. st. 2. FinSG, koja uz upis u registar odnosno uknjižbu na depozitni račun veže prijenos vlasništva i drugih stvarnih prava na žiralnim vrijednosnim papirima.[1733] Po *Wieselmannovom* mišljenju, zakonski tekst ne isključuje primjenu takvog načina raspolaganja izvan konteksta financijskog osiguranja, što je osobito važno kod digitalnih zbirnih isprava suvlasničkim dijelovima kojih se po austrijskom pravu može raspolagati jedino uknjižbama na depozitni račun.[1734] Protivljenje nadomještanja predaje preknjižbom počiva ili na uvjerenju u neizostavnost njemačkom depozitnom pravu svojstvene, netjelesne konstrukcije posjeda za *bona fide* stjecanje udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave, koje je nužno u žiro prometu vrijednosnih papira, ili na činjenici da se - zbog opasnosti od inflacije - prijenos suposjeda okončava tek provedbom odgovarajućeg terećenja u evidencijama središnjeg depozitorija na strani otuđitelja.[1735] Spomenuto pravno rafiniranje, kojim uknjižba u skrbničku knjigu preuzima od posrednog suposjeda ulogu vanjske slike subjektivnog prava i nositelja pravnog privida o njegovom titularu, ne prihvaća ni *Einsele*.[1736] Iako (poput *Canarisa*) odbacuje predaju, (za razliku od *Canarisa*) ne nadomješta je preknjižbom. *Einsele* smatra da se udjel u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dio zbirne isprave prenosi samim činom sklapanja ugovora o prijenosu vlasništva bez potrebe za poduzimanjem dodatnih radnji, poput predaje ili surogata predaje.[1737] Po njezinom mišljenju, riječ je o raspolaganju „pozicijom u vrijednosnom papiru“ koje

[1731] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70, 79; *Cf*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 201., koji dvoji u mogućnost da se takvo pravno rafiniranje opravda interesom pravnog prometa.
[1732] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/111
[1733] Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 122. O „revolucionarnom“ karakteru te odredbe za austrijsko pravo v. Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 514.
[1734] Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 120. – 124., 167., 195. – 196., 213. – 214., 218. – 219., 224. – 225., 228. – 229. Po njegovom mišljenju, posjedovna uputa nije prikladan modus zbog netjelesnosti digitalne zbirne isprave. Za razliku od njemačkog prava, koje to čini s elektroničkim vrijednosnim papirima (čl. 2. st. 3. eWpG), austrijsko pravo digitalne zbirne isprave ne izjednačava s tjelesnim stvarima. Netjelesnost je razlog zbog kojeg se digitalne zbirne isprave ne mogu posjedovati. *Wieselmann* zagovara izričito priznavanje uknjižbe na depozitni račun kao općevažećeg, stvarnopravnog načina raspolaganja vrijednosnim papirima i vrijednosnim pravima u okviru žiro prometa.
[1735] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79; § 6 Rd. 7; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 29; Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. Po njemačkom pravu, ni poštenje putativnog stjecatelja nije dovoljno za stjecanje vlasništva vrijednosnih papira ako i sve dok putativni stjecatelj zadržava posjed.
[1736] Za takav stav *Einsele* v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 159. – 160., 547. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 87; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 256.
[1737] Za taj stav *Einsele* v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79; Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 47. O tome slično u odnosu na zbirno upisane elektroničke vrijednosne papire v. Omlor, Sebastian, u: Omlor, Sebastian; Möslein, Florian; Grundmann, Stefan (ured.), Elektronische Wertpapiere, 2021, str. 155. - 156.

podliježe pravilima obveznog prava o ustupu tražbine (čl. 398. *et seq.* BGB).[1738] Dovodeći u pitanje funkcionalnost žiro prometa vrijednosnih papira, koji počiva na stupnjevanom posrednom posjedu, *Einsele* zagovara prelazak na povjerenički žiro promet, koji je *de lege lata* dopušten samo kad je riječ o pohrani stranih vrijednosnih papira u inozemstvu. Razlog za to uvjerenje je da samo povjerenička konstrukcija ugovora o vrijednosnim papirima i depozitnog ugovora može pružiti sveobuhvatnu zaštitu prometa.[1739] Po mišljenju *Scherera* i *Martina*, *Einsele* ne prepoznaje dalekosežne posljedice zakonodavčeve odluke da raspolaganje zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima osovi na stvarnopravnu osnovu.[1740] Stvarnopravnu konstrukciju žiro prometa vrijednosnih papira, koju je iznjedrila praksa, zakonodavac je izrijekom prihvatio ugradivši je u zakonski tekst (čl. 5, i 24. dDepotG, BschuVG).[1741] U tome ga nije pokolebala ni nekolicina pravnodogmatski prijepornih pitanja, poput posrednog posjeda kod zbirne pohrane koji posjednika ne oboružava (inače potrebnim) zahtjevom za isporuku.[1742] Čak i ako se zanemari problematičnost stupnjevanog posrednog suposjeda zbirnog portfelja odnosno zbirne isprave, stvarnopravnoj konstrukciji s razlogom se prigovara iznimna kompleksnost.[1743] Nesmetano odvijanje komisionih poslova s vrijednosnim papirima nije odagnalo sumnju u pravnu održivost stvarnopravne konstrukcije.[1744] Nedostaci suvlasničkog modela su takvi da dovode u pitanje unutarnju koherentnost njemačkog prava.[1745] O brojnim važnim pitanjima njemačko pravo je – po mišljenju *Segne* - nejasno, manjkavo i prijeporno. Po mišljenju *Wusta*, stvarnopravno poimanje prometa vrijednosnih papira je prevladano odnosno zastarjelo.[1746] Njemačko pravo bi – smatra *Wust* – trebalo izmijeniti po uzoru na američko.[1747] Povjerenički model, koji zagovara *Einsele*, *Wust* kritizira zamjerajući mu dogmatske nejasnoće. Uočivši brojne nedostatke *Mock* ukazuje na nužnost novog pravnog uređenja.[1748] *Segna*

[1738] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 32
[1739] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 586. *et seq*. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 87
[1740] Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 31
[1741] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 4, 27, 61 - 62; Stvarnopravna konstrukcija žiro prometa vrijednosnih papira razvila se kroz praksu kao dio autonomnog prava prije stupanja na snagu odredaba dDepotG o zbirnoj pohrani. Odredbama dDepotG zakonodavac je kodificirao autonomno pravo uklonivši eventualnu pravnu nesigurnost i pobliže odnosno dodatno uredio pojedine aspekte žiro prometa vrijednosnih papira pospješivši time njegovu provedbu.
[1742] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 90; Po mišljenju *Behrendsa*, institute iz starijeg i općenitijeg zakona (*i.e.* posredni posjed sukladno BGB-u) ne treba tumačiti tako da noviji i posebniji zakoni (*i.e.* dDepotG) ne mogu poslužiti svrsi tako da budu pravna podloga funkcionalnog žiro prometa vrijednosnih papira.
[1743] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 274; O tome v. i Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 470. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 18.
[1744] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 275; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 289. Habersack, Mathias, *op.cit*. (bilj. 400), str. 84.
[1745] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 289.
[1746] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 273; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 411., 449.
[1747] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 451. – 452.
[1748] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 277

zagovara prelazak na potpuno dematerijalizirani sustav žiralnih efekata (njem *Effektengirosystem*), koji karakterizira *inter alia* konstitutivnost pripisa na račun vrijednosnih papira za stjecanje, koje je derivativno i kojem prethodi skrbnikovo međustjecanje.[1749] Kritikama i prigovorima usprkos, stvarnopravna konstrukcija odnedavno vrijedi i onda kad su u podlozi žiro prometa zbirno upisani elektronički vrijednosni papiri (u njemačkom pravu) odnosno digitalne zbirne isprave (u austrijskom pravu).[1750]

Iako oba prava prijenos suposjeda, a time i suvlasništva, vežu uz provedbu preknjižbe, njemačko i austrijsko pravo međusobno se razlikuju po tome o kojoj konkretno preknjižbi je riječ. Dok je – po mišljenju većeg dijela doktrine – u njemačkom pravu relevantna preknjižba u evidencijama središnjeg depozitorija, austrijsko pravo učinke načelno veže uz (bezuvjetnu) uknjižbu u evidencijama stjecateljevog skrbnika.[1751] Ni jedno od ta dva prava relevantnim ne smatra uknjižbe koje u svojim evidencijama provode ostali skrbnici u lancu (*i.e.* koji nisu ni najviša ni najniža karika). U njemačkom pravu takve uknjižbe, kako to navodi *Dittrich*, „samo prosljeđuju već postojeću pravnu poziciju" zasnovanu uknjižbom koju je proveo središnji depozitorij, dok u austrijskom pravu prethode stjecanju omogućujući ga tako što tvore, riječima *Ire*, „zatvoreni lanac knjiženja".[1752] Jednako pravno značenje kao uknjižbe koje provode ostali skrbnici ima uknjižba koju provodi u njemačkom pravu stjecateljev skrbnik, a u austrijskom pravu središnji depozitorij. Osim mogućnosti nedvojbene individualizacije zbirnog portfelja koji je predmet raspolaganja u evidencijama središnjeg depozitorija, relevantnost uknjižbe na najvišoj kariki skrbničkog lanca u njemačkom pravu rezultat je njezine provedbe za „onog koga se tiče".[1753] Relevantnost uknjižbe na najnižoj kariki skrbničkog lanca u austrijskom pravu rezultat je provedbe svake uknjižbe u tom lancu isključivo za klijenta onog skrbnika koji ju je proveo. U austrijskom pravu detencijska volja svakog skrbnika u lancu, počevši od središnjeg depozitorija naniže, usmjerena je na konkretnu osobu s kojom je taj skrbnik u neposrednom

[1749] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 622. *et seq*.
[1750] Za njemačko pravo v. Lieder, Jan, *op.cit*. (bilj. 357), str. 108. Omlor, Sebastian, *op.cit*. (bilj. 1737), str. 154. *et seq*. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 161., 167. Za austrijsko pravo v. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 166.
[1751] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 70, 77, 128, 189; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 59; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 8; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 105; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.119; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 264; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 164., 184. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 474. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 209., 215. – 216. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/124.
[1752] Za njemačko pravo v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 59; Po mišljenju *Scherera* i *Martina* (Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 8) nije dovoljno osloniti se samo na uknjižbe koje izvrše pojedini skrbnici u lancu. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/124.
[1753] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 82; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 8; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.119; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 264; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 164.

odnosu.[1754] Formiranje detencijske volje za „onog koga se tiče“ austrijsko pravo uvjetuje odgovarajućim ovlaštenjem središnjeg depozitorija i ostalih uključenih skrbnika.[1755] Relevantnost (bezuvjetne) uknjižbe u evidencijama stjecateljevog skrbnika u pravilu odgađa stjecanje udjela, do kojeg dolazi kasnije nego što bi došlo da je relevantna uknjižba u evidencijama središnjeg depozitorija. Razlog tome načelni je izostanak volje skrbnika za nesamostalnim posjedovanjem (njem. *Besitzmittlungswille*) za svog klijenta sve do saznanja o provedenom pripisu vrijednosnih papira na svoj račun kod podskrbnika.[1756] Ako bi stjecateljev skrbnik preduhitrio središnji depozitorij tako što bi pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira proveo ne čekajući preknjižbu u evidencijama središnjeg depozitorija, takav pripis bio bi bez učinka do provedbe takve preknjižbe i njezinog „sistemskog pečaćenja“[1757].[1758] Odgodno uvjetovanje preuranjenog pripisa (*e.g.* pripisa provedenog na dan sklapanja transakcije na uređenom tržištu, koji prethodi danu njezine namire)[1759] posljedica je stvarnopravne konstrukcije žiro prometa vrijednosnih papira, u kojoj stjecanje udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave pretpostavlja stjecanje posrednog suposjeda.[1760] Budući da provedba pripisa okončava prijenos suposjeda na svakoj kariki skrbničkog lanca, manifestirajući volju pojedinog skrbnika za nesamostalnim posjedovanjem, pripis – ako je već proveden – ne može proizvoditi učinke prije nego što je prenesen suposjed.[1761] Svom klijentu skrbnik ne može pribaviti posredni suposjed, ako ga podskrbnik nije pribavio njemu.[1762] Neovisno o provedbi pripisa na stjecateljev račun vrijednosnih papira, o stjecanju ne može biti

[1754] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/123; Tako i za njemačko pravo v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 127. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 101.

[1755] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/125; Po mišljenju *Ire*, za takvu konstrukciju trebalo bi moći prepoznati namjeru otuđitelja i stjecatelja da se niz skrbnički lanac prosljeđuje ovlaštenje formirati detencijsku volju za „onog koga se tiče“. *Iro* smatra da u slučaju dvojbe treba uzeti da takva namjera postoji.

[1756] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/123; Prije saznanja za pripis skrbnik iznimno može formirati takvu volju ako mu je klijent najavio prispijeće vrijednosnih papira. Postojanje računa kod podskrbnika s vrijednosnim papirima koje skrbnik drži za svoje klijente nije *per se* dovoljan pokazatelj skrbnikove volje da vrijednosne papire koje podskrbnik pripiše na taj račun skrbnik drži za konkretnog klijenta jer nedostaje stvarni smjer volje (njem. *Willensausrichtung*).

[1757] Otiskivanje tzv. „sistemskog pečata“ (engl. *system stamp*) mehanizam je provedbe „namire uz plaćanje“ (engl. *delivery versus payment*; njem. *Zug um Zug*). Pripise na račune vrijednosnih papira i terećenja takvih računa središnji depozitorij provodi radni dan nakon sklapanja transakcije na uređenom tržištu (T+1). Sistemski pečat pripis dobiva sljedećeg radnog dana (T+2) nakon što se putem središnje banke osigura ispunjenje novčane obveze. O tome v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 236. *et. seq*. Za odgodu prijenosa suposjeda do okončanja novčanog obračuna kod „namire uz plaćanje“ v. i Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.111 – 18.113; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 200., 202. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 215. – 216.

[1758] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 269; O implicitnom uvjetovanju učinka takvog pripisa v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 253. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 74.

[1759] O dinamici knjiženja u evidencijama skrbnika na različitim karikama skrbničkog lanca v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 204, 209-210. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 205.

[1760] O provedbi pripisa pod odgodnim uvjetom v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 269, 287, 352; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 74. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 422.

[1761] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 289

[1762] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 268; o tome v. i Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 199.

govora dok pripis ne bude proveden na račun vrijednosnih papira člana središnjeg depozitorija na strani stjecatelja.[1763] Do tog trenutka je volja središnjeg depozitorija za nesamostalnim posjedovanjem usmjerena prema njegovom članu na strani otuđitelja.

Oslanjanje na preknjižbu u evidencijama središnjeg depozitorija problematično je kad središnji depozitorij ne sudjeluje u namiri transakcije (*e.g.* kod tzv. „kućnih" transakcija, sklopljenih između klijenata istog skrbnika izvan uređenog tržišta), kao i kad se namira transakcije provodi na neto osnovi (*e.g.* kod transakcija sklopljenih na uređenom tržištu uz sudjelovanje središnje druge ugovorne strane).[1764] U oba slučaja pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira nema odgovarajuće uporište u pripisu provedenom u evidencijama središnjeg depozitorija, bilo zato jer potonji uopće nije proveden ili zato što je – uslijed obračuna transakcija s ekvivalentnim vrijednosnim papirima – proveden u manjoj mjeri. Neprovedba preknjižbe (bilo u cijelosti ili u dijelu obuhvaćenim obračunom) svjedoči o izostanku promjene volje središnjeg depozitorija za nesamostalnim posjedovanjem.[1765] Imajući to u vidu, dio doktrine odmiče se od tradicionalnog shvaćanja po kojem je pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira pravno posve irelevantan.[1766] Po mišljenju *Horna,* upravo je to knjiženje relevantno za stjecanje prava jer njime skrbnik demonstrira i dokumentira novoformiranu volju za nesamostalnim posjedovanjem vrijednosnih papira za stjecatelja.[1767] Posjed stjecatelj ne stječe preknjižbom u središnjem depozitoriju već pripisom na svoj račun.[1768] Slično promišlja i *Wust*, koji stjecanje uvjetuje „potpunošću lanca knjiženja".[1769] Oprečnog je mišljenja *Micheler*, koja i kod namire transakcija na neto osnovi stjecanje suvlasništva veže uz preknjižbu u evidencijama središnjeg depozitorija.[1770] Po njezinom mišljenju, kod transakcija koje – zbog obračuna koji je provela središnja druga ugovorna strana - nisu namirene preknjižbom u središnjem depozitoriju modus je - umjesto knjiženja - ispostava tzv. izvještaja

[1763] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 269; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 254. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 422.
[1764] O toj problematici podrobnije v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 264; Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 474. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 135.
[1765] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 264; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 198.
[1766] Za takvo tradicionalno shvaćanje, po kojem za stjecanje nije potreban pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira kod njegovog skrbnika v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 77; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 264. Budući da je riječ o raspolaganju „za onoga koga se tiče", skrbnik ne treba očitovati svoju volju za nesamostalnim posjedovanjem vrijednosnih papira za stjecatelja provedbom pripisa na njegov račun vrijednosnih papira.
[1767] Horn, Norbert, Die Erfüllung von Wertpapiergeschäften unter Einbeziehung eines Zentralen Kontrahenten an der Börse? – Sachenrechtliche Aspekte -, WM-Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 20/2002, str. 20. O tome v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 264; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 199. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 216.
[1768] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 199.
[1769] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 147. O tome v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 216.
[1770] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 200., 202.

o stvarno provedenoj isporuci (njem. *Ist- Lieferreport*; engl. *actual settlement delivery report*).[1771] Kako god bilo, nepostojanje pripisa na stjecateljev račun onemogućilo bi dokazivanja prijenosa posjeda i, posljedično, stjecanja.[1772]

I njemačko i austrijsko pravo zahtijeva uparivanje pripisa i terećenja.[1773] Budući da je riječ o prijenosu *stricto sensu*, pravo stjecatelj ne može steći ako otuđitelj bez njega istovremeno nije ostao. Ako ne bi bio uparen s terećenjem, pripis ne bi rezultirao stjecanjem čak ni ako bi stjecatelj bio pošten.[1774]

I njemačko i austrijsko pravo karakterizira direktan prijenos prava s otuđitelja na stjecatelja.[1775] Ni u jednom od njih ne dolazi do tzv. „međustjecanja" (njem. *Zwischenerwerb*) kojim bi skrbnik stekao tzv. „prolazno vlasništvo" (njem. *Durchgangseigentum*). Kod komisione kupnje, koju inače karakterizira komisionarevo „prolazno vlasništvo" komisiono kupljene stvari, direktno stjecanje posljedica je raspolaganja za „onog koga se tiče".[1776] Direktno stjecanje u interesu je kako stjecatelja tako i skrbnika. Skrbnik načelno nije zainteresiran steći udjel odnosno suvlasnički dio koji je obvezan bez odgode dalje prenijeti.[1777] Direktnim stjecanjem stjecatelj izbjegava rizik stečaja skrbnika i gubitak zaštite utemeljene na vlastitom poštenju.[1778] Iako opravdan imajući u vidu interese neposrednih sudionika, direktan

[1771] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 202. Tako i Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 408.
[1772] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 265; Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 474.
[1773] Za njemačko pravo v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 74., 163. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. O uparivanju pripisa i terećenja u evidencijama središnjeg depozitorija kako – u slučaju kad terećenje ne bi popratio odgovarajući pripis – ne bi bilo „ničijih" udjela u zbirnom portfelju v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 261. O potrebi prestanka uparivanja *de lege ferenda* v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 451.
[1774] Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475.
[1775] Za njemačko pravo v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 30, 63; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 82, 128; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 102; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.118; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 255, 273; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 163., 185. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 37. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 253. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 207. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 144., 146., 149. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 198. Za austrijsko pravo v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 208. Otuđitelj zadržava suposjed i suvlasništvo zbirnog portfelja vrijednosnih papira sve dok ih stjecatelj ne stekne.
[1776] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 255; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 47. *et seq*. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 198.
[1777] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 64; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 255; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 144. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 45. *et seq.*, 130. Otuđiteljev skrbnik nema interes steći udjel koji mora odmah dalje prenijeti. Ni stjecateljev skrbnik nije zainteresiran za prolazno stjecanje jer ga u dovoljnoj mjeri štiti založno pravo sukladno odredbi čl. 397. HGB i t. 14 AGB-B. Čak i kad bi imao koristi od suvlasničkog položaja, ne bi smio odugovlačiti s prijenosom udjela u zbirnom portfelju stjecatelju. Za oprečno shvaćanje *Ire*, koji prepoznaje interes stjecateljevog skrbnika za stjecanjem prolaznog vlasništva v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 167., 205., 207.
[1778] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 67; Ako bi mu udjel skrbnik neovlašteno prenio posesornim konstitutom (čl. 930. BGB) putativni stjecatelj *in bona fide* ne bi uživao zakonsku zaštitu utemeljenu na vlastitom poštenju (čl. 933. BGB), zbog skrbnikovog zadržavanja posrednog posjeda.

prijenos dogmatski je upitan do mjere da ga se – zbog izostanka neposrednog kontakta između otuđitelja i stjecatelja – u literaturi naziva fikcijom.[1779] *De lege ferenda*, prijenos bi – po mišljenju *Segne* – u njemačkom pravu trebao uključivati skrbnikovo „međustjecanje".[1780]

I u njemačkom i u austrijskom pravu stjecanje temeljem pravnog posla je derivativno (*i.e.* stjecateljevo pravo izvodi se iz otuđiteljevog). Takvo bi – po mišljenju *Segne* – u njemačkom pravu *de lege ferenda* moglo i ostati.[1781]

7.2.1.2 Prijenos udjela po pravilima depozitnog prava

Za prijenos udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave po pravilima depozitnog prava jedino što i njemačko i austrijsko pravo zahtijeva upis je prijenosa vlasništva u skrbničku knjigu komisionara (čl. 24. st. 2. r. 1. dDepotG; čl. 17. st. 2. r. 1. dDepotG). Kako je riječ o prijenosu temeljem zakona, ni volja komisionara prenijeti udjel odnosno suvlasnički dio komitentu ni volja komitenta steći taj udjel odnosno suvlasnički dio od komisionara ne trebaju postojati niti ih treba očitovati.[1782] Upis u skrbničku knjigu nije ni očitovanje volje ni pravni posao (*i.e.* rezultat suglasnosti očitovanih volja) ni puki čin lišen poslovnopravnog karaktera (njem. *Realakt*).[1783] Unatoč tome što su, po mišljenju *Behrendsa*, u vrijeme njegove provedbe većinom ispunjene pretpostavke za prijenos po pravilima stvarnog prava, upis u skrbničku knjigu nije ni surogat predaje ni zamjena za ugovor o prijenosu vlasništva, već je samostalna pravna osnova prijenosa.[1784] *Behrend*s ga smatra radnjom sličnom pravnom poslu (njem. *rechtsgeschäftsähnliche Handlung*), odnosno očitovanjem usmjerenim na faktični rezultat pravne posljedice kojeg nastaju temeljem zakona.[1785] Upis u skrbničku knjigu može se provesti s odgodnim učinkom, tako da do prijenosa dođe na određeni budući datum, ali se ne može provesti s povratnim učinkom, tako da do prijenosa dođe na određeni

---

[1779] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 474., 633.

[1780] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 633. - 634., 639. Derivativno stjecanje lakše je objasniti ako se provodi među karikama skrbničkog lanca.

[1781] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 639. *Cf*. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 359, koja derivativno stjecanje kad u namiri sudjeluje više intermedijera smatra običnom fikcijom. Po njezinom mišljenju, iz otuđiteljevog prava stjecatelj svoje pravo može izvoditi samo kod tzv. kućnih transakcija.

[1782] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 48; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 228

[1783] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 48, 51; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 228; Irelevantnost volje razlog je zbog kojeg je zakonodavac izabrao pojam „prelazak" (njem. *Übergang*), a ne pojam „prijenos" (njem. *Übertragung*).

[1784] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 47

[1785] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 52; Po mišljenju *Behrendsa*, upis u skrbničku knjigu spada u istu kategoriju pravnorelevantnih radnji kao opomena pred tužbu (njem. *Mahnung*), od koje se razlikuje po tome što za njegov učinak nije nužan adresatov primitak. Status „radnje slične pravnom poslu" omogućuje odgovarajuću primjenu odredaba koje uređuju očitovanja volje, ne ispuštajući pritom iz vida njegove osobitosti poput činjenice da se u većini slučajeva provodi kad su već otprije ili barem istovremeno ispunjene pretpostavke za prijenos vlasništva temeljem pravnog posla. O tome v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 228; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 115.

datum u prošlosti.[1786] Uvjetni upis u skrbničku knjigu, tako da do prijenosa dođe ili da prijenos otpadne ispunjenjem određenog uvjeta, ne može se provesti.[1787] Za razliku od pripisa na račun vrijednosnih papira kod skrbnika, upis u skrbničku knjigu u smislu odredbe čl. 24. st. 2. dDepotG konstitutivan je za (zakonski) prelazak udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave.[1788] Poput prijenosa po pravilima stvarnog prava, prijenos po pravilima depozitnog prava rezultira derivativnim, a ne originarnim stjecanjem prava.[1789]

Prijenos udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave po pravilima depozitnog prava i njemačko i austrijsko pravo uvjetuje ovlaštenjem komisionara za raspolaganje tim udjelom odnosno suvlasničkim dijelom. Takvo ovlaštenje može biti posljedica komisionarevog (prolaznog) suvlasništva zbirnog portfelja ili pravnog posla sklopljenog s otuđiteljem u smislu odredbe čl. 185. BGB.[1790] Za razliku od prijenosa temeljem pravnog posla, prijenos temeljem zakona može dovesti do „međustjecanja". U tom slučaju komitent udjel ne stječe direktno od otuđitelja već od komisionara, koji ga je prethodno stekao da bi mu ga prenio.[1791] Od otuđitelja komitent direktno može steći udjel samo ako je otuđitelj ovlastio komisionara za raspolaganje. Nije nužno da komisionar bude ovlašten za raspolaganje u vrijeme provedbe upisa u skrbničku knjigu, ali takav upis ne proizvodi učinak dok ga otuđitelj ne odobri.[1792] Iako takvo odobrenje upisu daje povratni (*ex tunc*) učinak, ne može obezvrijediti

[1786] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 56; *Behrends* smatra da je uknjižba s budućim datumom s kojim nastupaju učinci prijenosa vlasništva moguća jer se ne protivi obvezi komisionara da komitentu bez odgode pribavi vlasništvo. Po njegovom mišljenju, uknjižba s prošlim datumom ne može dovesti do retroaktivnog prelaska vlasništva, već može imati samo obveznopravni učinak između komitenta i komisionara. Tako i Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 39.

[1787] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 56; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 274; Po mišljenju *Behrendsa*, uvjetni upis ne bi bio upis u skrbničku knjigu u smislu odredbe čl. 24. st. 2. dDepotG, već bi mogao predstavljati ponudu za sklapanje pravnog posla pod odgodnim ili raskidnim uvjetom u okviru prijenosa vlasništva sukladno odredbama čl. 929. *et seq.* BGB. Po mišljenju *Mock*, pripis koji bi bio proveden pod odgodnim uvjetom bio bi protivan smislu i svrsi odredbe čl. 24. st. 2. dDepotG. Slično i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 237., 238.

[1788] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 83; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 56; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 39; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 228; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 186. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 39. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 236. Riječ je o, za njemačko pravo, jedinstvenom slučaju kad je upis konstitutivan.

[1789] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 236.

[1790] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 36; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 230 *et seq.* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 235. Budući da vlasništvo prelazi na temelju zakona, odredbe čl. 185. BGB i čl. 182. *et seq.* BGB ne primjenjuju se neposredno već na odgovarajući način, v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 39. Odgovarajućom primjenom odredaba čl. 185. BGB i 182. *et seq.* BGB komisionar zauzima mjesto onoga koji raspolaže, a komitent onoga u čiju korist se raspolaganje provodi. O različitim stajalištima u austrijskom i njemačkom pravu v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 167. Dio austrijske doktrine (*Iro*) odbacuje njemačko shvaćanje, po kojem klijent direktno stječe vlasništvo, bez prolaznog stjecanja banke. Po mišljenju *Ire*, komisionaru nedostaje odgovarajuće ovlaštenje.

[1791] U tom slučaju o ovlaštenju komisionara, koji je član središnjeg depozitorija, za raspolaganje može biti govora tek nakon provedbe pripisa na njegov račun vrijednosnih papira. Ako bi s provedbom pripisa na komitentov račun komisionar preduhitrio središnji depozitorij, takav pripis bio bi bez učinka sve do provedbe odgovarajućeg pripisa na komisionarov račun. O tome v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 232, 240.

[1792] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 40., 41. Sam *Behrends* konstatira da je riječ o neuobičajenom slučaju uvjetovanja stjecanja vlasništva temeljem zakona odobrenjem temeljem pravnog posla.

otuđiteljeva dotadašnja raspolaganja (čl. 184. st. 2. BGB). Takvo odobrenje nije nužno za učinak upisa provedenog bez (ugovornog) ovlaštenja za raspolaganje ako komisionar naknadno stekne odgovarajući udjel u zbirnom portfelju, samo što takvo stjecanje upisu daje učinak *ex nunc* od kad je komisionar na jednu „pravnu sekundu" bio vlasnik.[1793]

Do prijenosa po pravilima depozitnog prava i u njemačkom i u austrijskom pravu može doći samo ako udjel u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dio zbirne isprave komitentu dotad nije prenesen po pravilima stvarnog prava. Guranje zakonske osnove u drugi plan odraz je, *inter alia*, uvjerenja da su do provedbe pripisa na komitentov račun vrijednosnih papira u većini slučajeva već ispunjene pretpostavke za stjecanje temeljem pravnog posla.[1794] Iako je riječ o dominantnom uvjerenju, ne dijele ga svi. Po mišljenju *Mock* i *Segne*, prijenos temeljem pravnog posla ne prethodi, već koincidira s prijenosom temeljem zakona.[1795] Udjel u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dio zbirne isprave stjecatelj u oba slučaja stječe preknjižbom u središnjem depozitoriju, koja je ključna za – kod prijenosa po pravilima stvarnog prava – prijenos posrednog suposjeda, odnosno – kod prijenosa po pravilima depozitnog prava, ovlaštenje komisionara za raspolaganje.

Za prijenos udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave po pravilima depozitnog prava ni njemačko ni austrijsko pravo izrijekom ne zahtijeva upis u evidencije podskrbnika (*i.e.* središnjeg depozitorija i/ili (među)skrbnika).[1796] Iz perspektive komitenta, provedba tih upisa je važna jer uklanja rizik gubitka stečenog vlasništva naknadnim raspolaganjem, ovaj put bez ovlaštenja, temeljem pravnog posla u korist poštenog stjecatelja.[1797]

I njemačko i austrijsko pravo obvezuje komisionara da komitenta bez odgode obavijesti o tome da mu je pribavio udio u zbirnom portfelju (čl. 24. st. 2. r. 2. dDepotG; čl. 17. st. 2. r. 2. öDepotG). Takva zakonska obveza nužna je ima li se u vidu da je upis u skrbničku knjigu jednostrani čin komisionara proveden u nejavnim evidencijama pa je komisionareva obavijest jedini način na koji komitent može saznati za stjecanje suvlasništva temeljem zakona.[1798] Zbog toga što se u većini slučajeva pravna osnova ne utvrđuje, obveza vrijedi i kod stjecanja

[1793] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 42; Svoju tezu *Behrends* oslanja na odredbu čl. 185. st. 2. BGB, koja priznaje učinak raspolaganju koje je provela neovlaštena osoba ako je naknadno stekne predmet raspolaganja. Dio doktrine ne prihvaća takvu tezu.
[1794] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 47
[1795] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 266, 272; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 236. Po njihovom mišljenju, upis u skrbničku knjigu komisionara u korist komitenta bio bi bez učinka do preknjižbe u središnjem depozitoriju jer bi ga komisionar proveo bez ovlaštenja.
[1796] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 43, 63
[1797] Provedbom tih upisa stjecanje vlasništva se – kako to navodi *Behrends* - „kompletira", v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 43.
[1798] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 91

suvlasništva temeljem pravnog posla (*i.e.* prije nego što je komisionar proveo upis u skrbničku knjigu). O pribavljanju suvlasništva komisionar je obvezan obavijestiti komitenta ne samo kad se time oslobađa obveze pribaviti mu samostalno vlasništvo pojedinačnih vrijednosnih papira (čl. 24. st. 1. dDepotG), već i onda kad ispunjava predmet svoje obveze kako ona glasi (t. 11 SW). Eventualno neispunjenje obveze ne može dovesti u pitanje komitentovo stjecanje suvlasništva, već komisionara može obvezati na naknadu štete koju je komitent time pretrpio ako je do toga došlo njegovom krivnjom. Zakon ne propisuje formu obavijesti.[1799] Po logici stvari, obavijest se daje *ex post* (*i.e.* tek nakon što je komitent stekao suvlasništvo). *Ex ante* obavijest mogla bi se dati samo ako bi se u njoj naveo točan trenutak stjecanja suvlasništva u budućnosti.[1800]

7.2.2 Prijenos tražbine u podlozi WR-pripisa

Tražbinom u podlozi WR-pripisa ulagatelj može slobodno raspolagati, bilo tako da je ustupi ili da je založi, u okviru tzv. „povjereničkog žiro prometa“ (njem. *Treuhandgiroverkehr*).[1801] Za povjerenički žiro promet vrijede ista pravna pravila kao za novčani žiro.[1802] Ustupanje takve tražbine ne znači da stjecatelj stječe ustupiteljevu tražbinu, koja ustupom prestaje, već da stječe jednaku takvu tražbinu prema svojoj banci, koja ustupom originarno nastaje.[1803] Provedba WR-pripisa od strane CBF-a u korist stjecateljeve banke davanje je umjesto ispunjenja (čl. 364. st. 1. BGB) ustupiteljeve banke, koja je obvezna na isporuku.[1804] Taj čin očitovanje je CBF-a da imovinu otad drži kao povjerenik za stjecateljevu banku.[1805] Za razliku od GS-pripisa, WR-pripis ima konstitutivni pravni učinak.[1806] Austrijska pravna književnost spominje „konstrukciju koja odgovara žiro doznaci“ primjenom koje se povjerenička pozicija prenositeljeve banke u vrijednosnim papirima pohranjenim u inozemstvu

[1799] Za razliku od njemačkog, austrijsko pravo (čl. 17. st. 2. r. 2. öDepotG) izrijekom zahtijeva pisanu formu obavijesti.
[1800] Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 91
[1801] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 4; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.47, 18.100; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 39., 52. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 202. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 42., 349. *et seq*. Pretpostavka za povjerenički žiro promet sudjelovanje je CBF-a u povjereničkoj pohrani.
[1802] Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 36; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.128; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 51. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 173. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 202. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 439. – 440.
[1803] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 40., 52. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 256. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 440., 480. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 203. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 351., 353.
[1804] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.129; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 40. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 190., 203. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 100. *Contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 336., koji – imajući u vidu da provedba WR-pripisa inicijalno ugovorena kao jedini predmet obveze - smatra da je riječ o ispunjenju (čl. 362. st. 1. BGB).
[1805] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 203. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 351.
[1806] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.128

prenosi na stjecateljev račun: prenositelj daje nalog svojoj banci za prijenos prava na vrijednosnim papirima ili glede vrijednosnih papira stjecatelju; prenositeljeva banka izvršava taj nalog dajući nalog stjecateljevoj banci za provedbu WR-pripisa na stjecateljev račun; u odnosu pokrića, prava glede vrijednosnih papira prenose se između tih dviju banaka odgovarajućim nalogom stranom podskrbniku odnosno središnjem depozitoriju.[1807]

7.2.3 Zalaganje udjela u zbirnom portfelju

Kao i za prijenos po pravilima stvarnog prava, za zalaganje udjela u zbirnom portfelju odnosno suvlasničkog dijela zbirne isprave njemačko i austrijsko pravo – po mišljenju većeg dijela doktrine - zahtijevaju ugovor o zalaganju (njem. *Verpfändungsvereinbarung*, *Pfandvertrag*) i predaju (čl. 1205. st. 1. r. 1. BGB) odnosno njezin surogat (čl. 1205. st. 1. r. 2., čl. 1205. st 2. i čl. 1206. BGB) radi prijenosa posrednog posjeda.[1808] Ugovor o zalaganju direktno sklapaju zalogodavac i založni vjerovnik bez sudjelovanja skrbnika.[1809]

U oba prava zalaganje je u većini slučajeva posljedica tzv. posjedovne upute (njem. *Anweisung der Verwahrer; Besitzanweisung*), kojom založni dužnik upućuje svog skrbnika da vrijednosne papire u mjeri u kojoj se na njih odnosi založeni udjel u zbirnom portfelju odnosno zbirnu ispravu u mjeri u kojoj se na nju odnosi založeni suvlasnički dio od tog trenutka posjeduje za založnog vjerovnika.[1810] To vrijedi ako je skrbnik založnog dužnika ujedno skrbnik založnog vjerovnika, neovisno jesu li vrijednosni papiri kod njega ili ih je prepustio podskrbniku. Kad su vrijednosni papiri kod podskrbnika, klijenti kojeg su skrbnik založnog dužnika i skrbnik založnog vjerovnika, uputu založnog dužnika njegov skrbnik provodi upućujući podskrbnika da vrijednosne papire odnosno zbirnu ispravu posjeduje za skrbnika založnog vjerovnika.[1811] Volju za nesamostalnim posjedovanjem u korist založnog vjerovnika formira njegov skrbnik, dok podskrbnik tu volju, u pravilu, formira za „onog koga se tiče“.[1812] Provedbom takve upute mijenja se posredujući odnos. Taj odnos se ne prenosi, već umjesto

[1807] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/128; O važenju načela žiro doznake u njemačkoj literaturi v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 42.
[1808] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 52; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 84; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 115; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 187. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 43. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 162. – 166. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 125. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 253. *et seq*. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/130.
[1809] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 43. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 163.
[1810] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 84. Bassenge, Peter, *op.cit*. (bilj. 386), § 1205 Rd. 8; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 257. *et seq*. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/130, 4/132, 4/160.
[1811] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/131
[1812] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/131

dotadašnjeg (sa založnim dužnikom), koji prestaje, nastaje novi (sa založnim vjerovnikom).[1813] Promjena posredujućeg odnosa manifestira se provedbom preknjižbe u korist računa založnog vjerovnika.[1814] U pravnoj književnosti shvaćanja se razlikuju oko toga mogu li se predajom u smislu čl. 1205. st. 1. r. 1. BGB smatrati upis zabilježbe na račun založnog dužnika s popratnom zabranom raspolaganja te preknjižba na podračun založnog dužnika.[1815]

O predaji ne može biti govora ako je založni vjerovnik skrbnik koji posjeduje vrijednosne papire. U tom slučaju zalaganje se provodi tradicijom *brevi manu* (njem. *Besitzsauflassung*), kad je u tu svrhu dovoljan ugovor o zalaganju (čl. 1205. st. 1. r. 2. BGB).[1816] Obavijest skrbniku, koji je ujedno založni vjerovnik, nije potrebna. Nema potrebe ni za provedbom preknjižbe ni za upisom zabilježbe u skrbnikovu korist.

U njemačkom pravu udjel u zbirnom portfelju odnosno suvlasnički dio zbirne isprave može se, umjesto predajom, založiti tako da založni dužnik ustupi tražbinu na isporuku založnom vjerovniku i svog skrbnika obavijesti o zalaganju (čl. 1205. st 2. u svezi s čl. 870. BGB).[1817] Riječ je o tražbini iz prava pohrane, koja egzistira usporedno s tražbinama iz depozitnog prava (čl. 7. st. 1. i čl. 8. dDepotG), a odnosi se na isporuku cjelokupnog zbirnog portfelja svim deponentima.[1818] Vrijednosne papire na koje se odnosi ustupljena tražbina založni dužnik zadržava na svom računu, zbog čega je ovaj način zalaganja u praksi zastupljeniji od predaje.[1819] Obavještavanje podskrbnika nije potrebno niti svrsishodno za zasnivanje založnog prava.[1820] Eventualna preknjižba koju skrbnik provede, odnosno zabilježba koju upiše nakon što primi obavijest djeluje deklaratorno.

[1813] Bassenge, Peter, *op.cit*. (bilj. 386), § 870 Rd. 1; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 257. O promjeni posredujućeg odnosa kod zalaganja po njemačkom pravu v. i Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 115; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 164.

[1814] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 163. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 257.

[1815] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 261. – 262., 267. *Segna* ne isključuje takvu mogućnost, ali je uvjetuje pozicioniranjem skrbnika kao strane založnog ugovora. O tome u praksi CBF-a v. i Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 84.

[1816] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 115; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 188. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 44. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 165. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 126. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 264. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/130, 4/132.

[1817] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 187. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 44. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 262. – 264. Kod stupnjevanog posrednog posjeda adresat obavijesti je neposredni skrbnik zalogodavca (*i.e.* međuskrbnik, a ne središnji depozitorij kod žiro zbirne pohrane), v. Bassenge, Peter, *op.cit*. (bilj. 386), § 1205 Rd. 9; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 165.

[1818] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 164. – 165. *Contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 262., koji smatra da se – ako postoji - ustupa tražbina iz čl. 7. st. 1. dDepotG. Ako je isključen, ustupa se tražbina za preknjižbu deponirane imovine iz ugovora o depozitu.

[1819] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 164. – 165. Predaja (s pratećom preknjižbom) je nepraktična posebno onda kad su objekt založnog prava dionice iz kojih proizlaze prava koja založni dužnik želi nastaviti ostvarivati tijekom stadija osiguranja. Oznaka blokade ili vođene računa kao založenog je moguće, ali nije nužno ni pravno relevantno.

[1820] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 263.

Predaju u njemačkom pravu može zamijeniti i sporazum između založnog dužnika i skrbnika kojim se uspostavlja kvalificirani suposjed ako založni vjerovnik već nije posjednik (čl. 1206. BGB).[1821] Tim sporazumom skrbnik se obvezuje objekt založnog prava isporučiti založnom vjerovniku i založnom dužniku zajedno. Takav način zalaganja ne koristi se u praksi.[1822] Posesorni konstitut (*i.e.* ugovaranje posredujućeg odnosa između založnog dužnika i založnog vjerovnika, temeljem kojeg bi založni dužnik nesamostalno posjedovao vrijednosne papire za založnog vjerovnika) ne može poslužiti u tu svrhu jer založni dužnik na takav način ne bi ostao bez posjeda vrijednosnih papira koji - želi li zasnovati založno pravo - ne može zadržati.[1823]

Po mišljenju *Einsele*, koja problematizira posredni suposjed zbirnog portfelja, zalaganje zbirno pohranjenih vrijednosnih papira u korist osobe koja nije zalogodavčev skrbnik provodi se zalaganjem tražbine na isporuku iz čl. 7. st. 1. dDepotG sukladno čl. 1274. st. 1. i čl. 1280. BGB.[1824]

Njemačko pravo *de lege lata* ne omogućuje zalaganje zasnivanjem kontrolnog ugovora, niti bi ga – po mišljenju *Chuna* i *Segne* - *de lege ferenda* trebalo omogućiti.[1825]

U njemačkoj pravnoj književnosti prevladava shvaćanje po kojem se na prijenos udjela u zbirnom portfelju ne primjenjuje strogo načelo određenosti, koje inače vrijedi za stvarnopravne ugovore o raspolaganju, već načelo odredivosti koje vrijedi za obveznopravne ugovore o raspolaganju (*i.e.* ugovore o cesiji) pa je dovoljno da se vrijednosni papiri koji se prenose učine odredivim upućivanjem na knjigovodstvenu dokumentaciju.[1826] Za određenost udjela u zbirnom portfelju nije potrebno odvajanje vrijednosnih papira na poseban račun, već je – budući da jedino što je deponent ovlašten zahtijevati isporuka je pripadajuće mu količine vrijednosnih papira - dovoljno znati količinu i rod vrijednosnih papira te identitet skrbnika.[1827] Vrijednosni papiri na koje se odnosi udjel određeni su već samim time što pripadaju zbirnom

[1821] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 188. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 264. U tom slučaju založeni vrijednosni papiri obično se prenose na tzv. „račun sa založenom imovinom" (njem. *Pfanddepot*), s kojeg se mogu prenijeti samo na zajednički zahtjev založnog vjerovnika i založnog dužnika.
[1822] Za razloge v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 166. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 264. O neprikladnosti tog načina za zalaganje u korist skrbnika v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 125. – 126.
[1823] Bassenge, Peter, *op.cit*. (bilj. 386), § 1205 Rd. 10; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 189.
[1824] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 127. – 128., 158. -159. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 254.
[1825] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 441. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 646. Razlog tome potpuni je izostanak ikakve vanjske manifestacije.
[1826] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 77; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd.18.120; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 258
[1827] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.60

portfelju središnjeg depozitorija čak i u slučaju kad ih skrbnik u ulozi komisionara istovremeno stječe za više komitenata i za sebe samog.[1828] Po mišljenju *Scherera* i *Galleija*, načelo određenosti je zadovoljeno jer se vrijednosni papiri u sastavu zbirnog portfelja mogu fizički identificirati, a suvlasnički dijelovi proizlaze iz upisa u evidencije skrbnika.[1829] Stvarnopravno načelo određenosti *Segna* smatra zadovoljenim pripisom na stjecateljev račun vrijednosnih papira, kojim se objekt prijenosa individualizira i konkretizira.[1830] Po mišljenju *Wusta*, za određenost vrijednosnih papira dovoljna je oznaka vrste pomoću identifikacijskog broja i konkretnog zbirnog portfelja, dok je suvlasničke dijelove dovoljno učiniti odredivim pozivom na evidencije uključenih banaka.[1831] *Einsele* smatra da je načelo određenosti zadovoljeno već samim time što je određen idealni dio.[1832] Po mišljenju *Micheler*, stvarnopravno načelo određenosti zahtijeva da se odredi rod vrijednosnih papira, konkretan zbirni portfelj i suvlasnički dio.[1833]

7.2.4 Zalaganje tražbine u podlozi WR-pripisa

Za zalaganje tražbine u podlozi WR-pripisa potrebna je, uz ugovor o zalaganju, obavijest banci, kao dužniku tražbine koja se zalaže (čl. 1280. BGB).[1834]

7.3 Američko pravo

Kod raspolaganja pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira u američkom pravu središnje mjesto zauzima upis u evidencije intermedijera. Pridavanje važnosti upisu nije posljedica prosudbe o naravi prava ulagatelja. I prije stupanja na snagu novele čl. 8. UCC iz 1994. godine, dok se predmetom raspolaganja smatralo neposredno stvarno pravo na vrijednosnim papirima, raspolaganje tim pravom zahtijevalo je provedbu odgovarajućeg upisa u evidencijama intermedijera. Osim što je svom klijentu trebao poslati potvrdu o stjecanju, stjecateljev intermedijer je – za „prijenos vrijednosnog papira ili ograničenog prava na vrijednosnom papiru (uključujući pravo radi osiguranja)“ – trebao upisati ili drugačije označiti da određena količina zbirno pohranjenih vrijednosnih papira koje intermedijer posjeduje (kad je riječ o vrijednosnim papirima o kojima su izdane isprave) odnosno koji su na njegovo ime upisani u registru izdavatelja (§ 8-313(1)(d)(ii) UCC 1978) ili koji se vode na njegovom računu

[1828] Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.120
[1829] Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475.
[1830] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 220.
[1831] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 148.
[1832] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 40.
[1833] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 165.
[1834] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 44. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 205. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 355.

kod drugog intermedijera (§ 8-313(1)(d)(iii) UCC 1978) pripada stjecatelju.[1835] U slučaju da je ono intermedijer, društvo za poravnanje trebalo je – za takav prijenos - u svojim evidencijama provesti upis na račun stjecatelja ili osobe koju on odredi (§ 8-313(1)(g) UCC 1978).[1836]

Iako nužan, upis u evidencije intermedijera nije bio dovoljan za stjecanje. Čak i kad bi ga intermedijer proveo, stvarnopravna narav predmeta raspolaganja priječila bi stjecanje ako za takav upis intermedijer ne bi imao pokriće.[1837] O stjecanju moglo je biti govora samo ako je u trenutku provedbe upisa na račun putativnog stjecatelja potrebna količina vrijednosnih papira bila u intermedijerovom posjedu ili na njegovom računu kod drugog intermedijera ili ako je glasila na njegovo ime u registru izdavatelja.[1838] Rezultat je to važenja načela *nemo dat quod non habet* (§ 8-301 UCC 1978).[1839] Da bi ga mogao prenijeti svom klijentu, intermedijer je pravo trebao prethodno sam steći. Upis u evidencije intermedijera mogao je, stoga, djelovati obmanjujuće navodeći putativnog stjecatelja i ostale zainteresirane osobe na pogrešan zaključak o kompletiranom stjecanju usprkos tome što u trenutku njegove provedbe intermedijer za takav upis nije imao odgovarajuće pokriće. Posljedična pravna nesigurnost, koju je uzrokovala nemoć putativnog stjecatelja da se osobno na pouzdan način uvjeri u pravovremeno postojanje i veličinu zbirnog portfelja, te potencijalna neujednačenost pravne sudbine pojedinih klijenata, koju oni nisu mogli sa sigurnošću predvidjeti niti na nju utjecati, nisu prošle neopaženo u pravnoj književnosti. Doktrina ih je iskoristila za kritiku stvarnopravnog mehanizma raspolaganja suvlasničkim dijelom zbirnog portfelja.[1840] Osim

[1835] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1448. Rogers, James S., Essay, *op.cit*. (bilj. 188), str. 693. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 325. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 539. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 309., 356. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 596. *et seq*., 615.
[1836] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 331. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 605.
[1837] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 350. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 473. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 198.
[1838] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 366. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 540. O tome u kontekstu sraza dva međusobno konkurirajuća stjecatelja (intermedijerovog klijenta i osiguranog vjerovnika) v. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 333.
[1839] Sukladno odredbi § 8-301(1) UCC 1978, prijenosom vrijednosnog papira stjecatelju u skladu s odredbom § 8-313 UCC 1978 stjecatelj stječe ona prava koja je prenositelj u tom trenutku imao ili ih je bio ovlašten prenijeti.
[1840] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 337. – 338., 350. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 542. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 351., 473. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1515. Striktna primjena načela *nemo dat quod non habet* dovela bi do toga da propust intermedijera, koji je ujedno komisionar, steći vrijednosne papire za koje mu je komitent predujmio kupoprodajnu cijenu ulagatelja pozicionira kao nositelja obveznopravnog zahtjeva za povrat uplaćenog uvećano za zatezne kamate i pretrpljenu štetu. U tom slučaju pravni položaj intermedijerovih klijenata razlikovao bi se zbog okolnosti na koje oni ne mogu utjecati. Opravdanje za jednak tretman svih klijenata *Mooney* pronalazi u zajedničkim interesima, jednakom postupanju, preuzimanju istih rizika i zajedničkom intermedijeru. Po njegovom mišljenju, onaj koji je platio kupoprodajnu cijenu da bi stekao vrijednosne papire treba imati jednak položaj onome koji je stekao plaćene vrijednosne papire. O korištenju tzv. stvarnopravnih modela (engl. *property models*) kod raspolaganja posredno držanim vrijednosnim papirima kao – konceptualno gledano - uzročniku najvećih problema v. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 316.

grešaka u primjeni, *Mooney* mu naročito zamjera to što dovodi do slučajnih, proizvoljnih i nepredvidivih ishoda za osobe koje polažu prava na zbirni portfelj vrijednosnih papira kod zajedničkog im intermedijera.[1841] Uz to što je bilo nepotrebno komplicirano, ondašnje pravno uređenje – po mišljenju *Schroeder* – stajalo je u raskoraku s izmijenjenim potrebama industrije vrijednosnih papira.[1842]

Nastojanje da se pravno uređenje raspolaganja pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira prilagodi trenutnoj i nadolazećoj praksi u industriji na način koji osigurava fleksibilnost za slučaj neočekivanih promjena tržišnih običaja dovelo je naposljetku do njegove konceptualne izmjene.[1843] Novela čl. 8. UCC iz 1994. godine ostala je upamćena po radikalnom zaokretu u poimanju načina stjecanja stvarnog prava glede vrijednosnih papira.[1844] Štiteći utrživost vrijednosnih papira, integritet tržišta i konačnost namire transakcija, primat je oduzet dotad neprikosnovenom načelu *nemo dat quod non habet*. Od stupanja na snagu te novele stjecanje prava više ne ovisi o pravovremenom postojanju odgovarajućeg pokrića.[1845] Irelevantnost pokrića direktna je posljedica napuštanja stvarnopravnog mehanizma raspolaganja. Budući da pravo ulagatelj više ne stječe tako da mu ga intermedijer prenese, ne postavlja se ni pitanje ima li u trenutku stjecanja intermedijer što prenijeti. Za stjecanje dovoljna je postala obveza intermedijera da svog klijenta tretira nositeljem prava na financijskoj imovini.[1846] Iz činjenice da nastanak ovlasti nužno ne zahtijeva postojanje odgovarajućeg pokrića proizlazi da se ovlast ulagatelja ne izvodi iz ovlasti intermedijera. Osim što je apstraktna, jer ne dijeli pravnu sudbinu financijske imovine koja joj služi kao pokriće, ovlaštenik je stječe originarno.[1847]

U suvremenom američkom pravu prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira „prenose“ se pukim preknjižbama u evidencijama neposrednog intermedijera.[1848] Riječ je o pripisu na račun vrijednosnih papira stjecatelja odnosno terećenju računa vrijednosnih papira otuditelja.[1849] Za stjecanje ovlasti na vrijednosne papire pripis na račun stjecatelja je dovoljan

[1841] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 350., 364.
[1842] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 351.
[1843] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 351. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.59
[1844] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 296.
[1845] Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 226.
[1846] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.59
[1847] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 28., 46. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 229. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 49.
[1848] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 14; *Dittrich* po tom pitanju povlači paralelu između američkog prava te belgijskog i luksemburškog prava. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 185
[1849] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 123

(§ 8-501(b)(1) UCC 1994), ali nije nužan.[1850] Osoba stječe ovlast kad intermedijer primi financijsku imovinu od te osobe ili za tu osobu i pristane je pripisati na njezin račun (§ 8-501(b)(2) UCC 1994) ili kad ga drugi propis obveže na pripis financijske imovine na račun te osobe (§ 8-501(b)(3) UCC 1994). Omaška ili propust intermedijera u knjiženju ne može, stoga, dovesti u pitanje stjecanje ovlasti. Za gubitak ovlasti potrebno je, po mišljenju doktrine, terećenje računa vrijednosnih papira.[1851] Nepostojanje zakonske obveze intermedijera teretiti otuđiteljev račun, lišavajući ga time ovlasti na vrijednosne papire, i neuvjetovanje pripisa na stjecateljev račun takvim terećenjem (*i.e.* neuparivanje pripisa i terećenja) otvara prostor za (neželjeno) multipliciranje ovlasti.[1852] Kad otuđitelj i stjecatelj nemaju istog intermedijera, preknjižbe se - osim u evidencijama intermedijera svakog od njih - provode i u evidencijama intermedijera na višoj razini.[1853]

„Prijenos" prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira u američkom pravu karakterizira prolazno stjecanje (njem. *Durchgangserwerb*) odnosno (povjereničko) međustjecanje (njem. *treuhänderischer Zwischenerwerb*) od strane intermedijera.[1854] Pravo stjecatelj ne stječe direktno od otuđitelja već od svog intermedijera, a on ga je – ako nije ujedno intermedijer otuđitelja – stekao od svog intermedijera. Umjesto između otuđitelja i stjecatelja pravo se „prenosi" između svake dvije susjedne karike skrbničkog lanca, koje povezuje račun.[1855] Pokazatelj takvog načina stjecanja nastanak je ovlasti na svakoj kariki skrbničkog lanca, odnosno činjenica da intermedijeri stječu vlastita prava.[1856]

Premda je uvriježeno govoriti o prijenosu, ovlast na vrijednosne papire – striktno gledano - nije predmet pravnog prometa.[1857] Ovlast se ne prenosi s jednog ovlaštenika na drugog tako da stjecatelj stekne upravo onu ovlast koju je dotad imao prenositelj. U velikoj većini slučajeva namira transakcija s vrijednosnim papirima dovodi do prestanka ovlasti jednog

[1850] Za relevantnost pripisa na stjecateljev račun vrijednosnih papira kod njegovog intermedijera v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 189; Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 295. Američko pravo ne konkretizira računovodstvene, knjigovodstvene ni komunikacijske postupke koji su potrebni za provedbu pripisa veći ih - radi očuvanja fleksibilnosti - prepušta je ugovoru i običajima. O tome v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.61; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 229.
[1851] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 187; Iako zakonski tekst ne daje uporište za takav zaključak, *Rögner* ga izvodi *a contrario* oslanjajući se na zakonsko vezivanje stjecanja uz pripis na stjecateljev račun.
[1852] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 187; To se naziva problemom tzv. nastanka vrijednosnih papira (njem. *Wertpapierschöpfung*).
[1853] O tome v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 185.
[1854] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj.), § 5 Rd. 186
[1855] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 187
[1856] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 186
[1857] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.59; Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 42. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 717. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 370. – 371., 374. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 196. Rogers, James S., Essay, *op.cit*. (bilj. 188), str. 695. Slično u kontekstu čl. 8. UCC 1978 Rogers, James S., Negotiability, *op.cit*. (bilj. 704), str. 506.

ovlaštenika i nastanka ovlasti drugog ovlaštenika.[1858] Iznimka nisu ni tzv. „kućne“ transakcije, kad račune vrijednosnih papira oba ovlaštenika vodi isti intermedijer. O prijenosu u formalnopravnom smislu može biti govora samo kod raspolaganja u svrhu osiguranja u vidu tzv. „mekog založnog prava“ (engl. *soft pledge*) ili temeljem tzv. *hold-in-custody* repo ugovora, kad onaj koji raspolaže i nakon raspolaganja zadržava ovlast na svom računu.[1859]

Osim preknjižbom, američko pravo dopušta raspolaganje (tripartitnim) kontrolnim ugovorom.[1860]

Za redoslijed prvenstva kako ovlasti odnosno prava na ovlasti koja nisu stečena radi osiguranja, tako i prava radi osiguranja na investicijskoj imovini relevantna je kontrola ovlasti odnosno investicijske imovine.[1861] [1862] U američkom pravu pojam „kontrola“ označava mogućnost (ne nužno i pravo) slobodnog otuđenja investicijske imovine.[1863] Riječ je, stoga, o pozitivnoj kontroli.[1864] Ovlast može kontrolirati ovlaštenik (§ 8-106(d)(1) UCC 1994), osoba čije ovlasne naloge je intermedijer pristao izvršavati bez suglasnosti ovlaštenika (§ 8-106(d)(2) UCC 1994) i osoba za čiji račun druga osoba ostvaruje kontrolu (§ 8-106(d)(3) UCC 1994). Za kontrolu potrebno je da stjecatelj odnosno osigurani vjerovnik ishodi pripis na svoj račun vrijednosnih papira ili sklapanje kontrolnog ugovora u svoju korist ili da osigura da druga osoba uspostavi kontrolu nad ovlasti za njegov račun odnosno da, nakon što je prethodno uspostavila kontrolu nad ovlasti, konstatira da je (*i.e.* kontrolu) ostvaruje za njegov račun. Kontrolu

[1858] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.59; Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 374., 447. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 230. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 46. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 44. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 239. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 49.

[1859] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 717., 753. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 370., 375., 447. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 231.

[1860] Reitz, Curtis R., *op.cit*. (bilj. 14), str. 364. Takav ugovor *Reitz* spominje u kontekstu opterećivanja ovlasti na vrijednosne papire. Slično i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 47. O nužnosti da takav ugovor bude izričit i u pisanom obliku v. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, *op.cit*. (bilj. 788), str. 198.

[1861] Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1897. O kontroli ovisi i mogućnost višekratnog raspolaganja i, posljedično, formiranje redoslijeda prvenstva sukcesivno nastalih prava. Otuđivši pravo ovlaštenik nužno ne ostaje bez mogućnosti ponovnog otuđenja. Da bi zadržao takvu mogućnost, ovlaštenik stjecatelju ne smije omogućiti kontrolu. Višekratno otuđenje rezultira sukcesivnim nastankom prava koja kronološki zauzimaju mjesta u redoslijedu prvenstva. Omogućavanje kontrole stjecatelju ovlaštenika lišava mogućnosti daljnjeg otuđenja. Pravo stjecatelja kojem je omogućena kontrola preskače u redoslijedu prvenstva ranije nastala prava ostalih stjecatelja, koji nemaju kontrolu. O tome v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 115. – 116. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 97. – 98.

[1862] Sukladno odredbi § 9-102(a) t.(49) UCC 2010, pojam „investicijska imovina“ označava vrijednosni papir, bilo da je o njemu izdana isprava ili da je u nematerijaliziranom obliku, ovlast na vrijednosne papire, račun vrijednosnih papira, robni ugovor (engl. *commodity contract*) ili robni račun (engl. *commodity account*).

[1863] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 384. – 385. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1475. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 260., 310. *et seq*. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, *op.cit*. (bilj. 788), str. 188. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 326. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 190. Iz službenog komentara odredbe § 8-106 UCC 1994 proizlazi da uspostava kontrole znači da je stjecatelj poduzeo sve radnje koje su nužne za prodaju vrijednosnih papira bez potrebe za ishođenjem suglasnosti njihovog vlasnika.

[1864] Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 119. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 146.

istovremeno može imati više osoba. Omogućavanje kontrole (*e.g.* sklapanjem kontrolnog ugovora u korist osiguranog vjerovnika) ne implicira gubitak kontrole (*e.g.* od strane ovlaštenika). Stjecatelj ima kontrolu čak i ako je ovlaštenik zadržao pravo na zamjenu ovlasti, pravo davanja ovlasnih naloga intermedijeru ili pravo drugačijeg postupanja s ovlašću (§ 8-106(f) UCC 1994).[1865] Pristanak intermedijera izvršavati ovlasne naloge stjecatelja odnosno osiguranog vjerovnika treba biti izričit. Uspostavu kontrole ne priječi uvjetovanje izvršavanja ovlasnih naloga nastupom budućeg događaja (*e.g.* kršenja obveze od strane ovlaštenika).[1866] Pristanak ovlaštenika prepustiti kontrolu stjecatelju odnosno osiguranom vjerovniku nije dovoljan.[1867] Nedovoljna je i ovlaštenikova punomoć kojim bi osiguranog vjerovnika ovlastio na davanje ovlasnih naloga intermedijeru.[1868] Podatak o kontroli nije javno dostupan.[1869] Ako to ne zahtijeva ovlaštenik, intermedijer koji je sklopio kontrolni ugovor nije obvezan trećoj strani potvrditi njegovo postojanje (§ 8-106(g) r. 2. UCC 1994). Identitet osobe koja kontrolira ovlast treća strana može saznati samo ako joj intermedijer to priopći na zahtjev ili uz pristanak ovlaštenika.

Kad je nemaju svi, kontrola omogućuje bolje mjesto u redoslijedu prvenstva. Stjecatelj koji kontrolira ovlast ili pravo na ovlasti u prednosti je pred stjecateljem koji nema kontrolu (§ 8-510(c) r. 1. UCC 1994).[1870] Jednako tako, pravo radi osiguranja osiguranog vjerovnika koji kontrolira investicijsku imovinu (sukladno odredbi § 9-106 UCC 2010) ima prednost pred pravom radi osiguranja osiguranog vjerovnika koji ne kontrolira investicijsku imovinu (§ 9-328(1) UCC 2010).[1871] Ako je investicijska imovina, koju kontrolira jedan osigurani vjerovnik,

[1865] Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 327. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 313. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 146. – 147. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 241. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, *op.cit*. (bilj. 788), str. 189. Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 998. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 194.

[1866] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 667.

[1867] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 390.

[1868] Schroeder, Jeanne L., Some Realism, *op.cit*. (bilj. 219), str. 523. Intermedijerov pristanak traži se kako bi barem jedna osoba izvan kruga neposrednih sudionika raspolaganja znala za njegovo postojanje.

[1869] Za kritiku netransparentnosti v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 435. O riziku koji netransparentnost navaljuje na kasnijeg vjerovnika v. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 331.

[1870] Odredba § 8-510(c) UCC 1994 primarno je namijenjena repo transakcijama, v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 723. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 240. O primjeni odredbe § 8-510(c) UCC na stjecanje koje nije provedeno radi osiguranja v. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 23.

[1871] Takvo pravno uređenje *Rogers* smatra nužnim i prikladnim iz perspektive svih karika skrbničkog lanca počevši od društva za poravnanje na vrhu, koje ima pravo radi osiguranja na vrijednosnim papirima u jamstvenom fondu, preko klirinških banaka i brokera-*dealera*, koji takvo pravo imaju na vrijednosnim papirima stečenim za svoje klijente (*i.e.* brokere-*dealere* u slučaju klirinških banaka odnosno ulagatelje u slučaju brokera-*dealera*) prije nego što su od njih primili uplatu kupoprodajne cijene. Od iznimne je važnosti da mogućnost ostvarenja tog prava intermedijera i primat u redoslijedu prvenstva ne mogu dovesti u pitanje naknadna raspolaganja njihovih klijenata. Zahvaljujući kontroli (odnosno mogućnosti nesmetanog ostvarenja prava radi osiguranja), osigurani vjerovnik, koji plasira novčana sredstva u iznosu potrebnom za ispunjenje dospjelih novčanih činidaba iz nenamirenih transakcija s vrijednosnim papirima, može uspostaviti i održavati uravnotežen odnos ukupnog iznosa osiguranih

opterećena s više prava radi osiguranja, prednost ima ono pravo nositelj kojeg kontrolira investicijsku imovinu. Uspostava kontrole omogućuje preskakanje u redoslijedu prvenstva ranije stečenih ovlasti ili prava na ovlasti i ranije perfektuiranih prava radi osiguranja na investicijskoj imovini, koja nisu perfektuirana uspostavom kontrole.

Zbog utjecaja na pozicioniranje prava u srazu s konkurentima, uspostava kontrole (§ 9-314 UCC 2010) najvažniji je način perfektuiranja prava radi osiguranja na investicijskoj imovini u američkom pravu.[1872] Jači učinak kontrole u odnosu na ostale načine perfektuiranja (podnošenje financijske izjave i automatizam kod prava intermedijerovog osiguranog vjerovnika) *Schroeder* smatra odrazom „politike super-negocijabilnosti".[1873] Samo u tom slučaju osigurani vjerovnik poduzima radnje namijenjene uklanjanju investicijske imovine s tržišta, odnosno njezinom isključenju iz pravnog prometa. Podnoseći financijsku izjavu osigurani vjerovnik poduzima minimalne korake koji su potrebni da se vrijednosni papiri „označe kao nepotpuno utrživi".[1874] Pravu radi osiguranja taj način kadar je očuvati mjesto u redoslijedu prvenstva samo u srazu s takvim pravom koje je kasnije perfektuirano na isti način. Oslonivši se na automatsko perfektuiranje osigurani vjerovnik ne poduzima gotovo ništa kako bi davatelju osiguranja (*i.e.* intermedijeru) ograničio mogućnost daljnjeg raspolaganja investicijskom imovinom koja je predmet perfektnog prava radi osiguranja.[1875] Pravu radi osiguranja taj način nije kadar u cijelosti očuvati mjesto u redoslijedu prvenstva ni u srazu s takvim pravom koje je kasnije perfektuirano na isti način.[1876] Iako ne gubi svoje mjesto, ranije perfektuirano pravo prisiljeno ga je dijeliti s kasnije perfektuiranim pravom.

Znanje stjecatelja o postojanju takvog prava radi osiguranja nije smetnja za podređujući učinak kontrole.[1877] Osigurani vjerovnik koji stekne kontrolu znajući za postojanje prava koje je ranije perfektuirano na drugačiji način ne postupa zlonamjerno, osim u slučaju koluzije s dužnikom na štetu nositelja takvog prava.[1878] O opravdanosti takvog zakonskog rješenja

---

tražbina i ukupne vrijednosti instrumenata osiguranja. O tome v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1478. – 1481., 1486.

[1872] Rogers, James S., *op.cit.* (bilj. 5), str. 1475. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 765. *Hakes* ga smatra poželjnim načinom perfektuiranja na financijskim tržištima jer proizvodi učinkovitiju obavijest nego podnošenje financijske izjave. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 241. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, *op.cit*. (bilj. 788), str. 192., 202.

[1873] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 434. O tome i Schroeder, Jeanne L., Some Realism, *op.cit*. (bilj. 219), str. 503., 524. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 331. *Garvin* smatra da je riječ o kodifikaciji uvriježene prakse.

[1874] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 433.

[1875] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 432.

[1876] Ako se njihovi nositelji ne dogovore drugačije, automatski perfektuirana prava radi osiguranja dijele isto mjesto u redoslijedu prvenstva neovisno o tome kad je koje od njih perfektuirano.

[1877] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 762. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1491. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 320. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 115. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 242.

[1878] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 766. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1489., 1492.

naveliko se raspravlja u pravnoj književnosti. Među razlozima koji mu govore u prilog prednjači pravna sigurnost.[1879] Iako bi u nekim slučajevima ishod bio pravedniji kad bi posljedice kontrole ovisile o znanju, obavijesti ili nekom drugom kognitivnom standardu, time bi se neminovno stvorio prostor za nedoumice i sporove, što bi otežalo financiranje sudionika na tržištu. Osim što bi precizno trebalo odrediti stupanj znanja odnosno vrstu kognitivnog standarda koji dovodi do toga da kontrola izgubi podređujući učinak, trebalo bi moći točno utvrditi trenutak perfektuiranja prava svakog od konkurenata.[1880] Uz moguću nepravednost ishoda, kao razlog protiv takvog zakonskog rješenja u pravnoj književnosti spominje se nesklad s pravnim uređenjem zaštićenog stjecanja. Ako je riječ o usporedivim pravnim položajima – kao što to sugerira *Hakes* – dvojbeno je je li opravdano zaštitu takvom stjecatelju uvjetovati neznanjem ili neobaviještenošću istovremeno štiteći osiguranog vjerovnika unatoč znanju ili obaviještenosti.[1881]

Kad svi imaju kontrolu, redoslijed prvenstva formira se - u pravilu - kronološki uzimajući u obzir vrijeme njezine uspostave.[1882] Ovlasti ili prava na ovlasti stjecatelja odnosno prava radi osiguranja osiguranih vjerovnika s kontrolom zauzimaju mjesta u redoslijedu prvenstva prema vremenu: kad je stjecatelj odnosno osigurani vjerovnik postao osoba za koju se vodi račun vrijednosnih papira (na kojem je upisana ovlast), ako je stjecatelj odnosno osigurani vjerovnik stekao kontrolu postavši ovlaštenik (§ 8-510(c) r. 2. t. (1) UCC 1994, § 9-328(2)(B)(i) UCC 2010); kad je intermedijer pristao izvršavati ovlasne naloge stjecatelja odnosno osiguranog vjerovnika glede ovlasti koje su ili koje će biti upisane na računu vrijednosnih papira, ako je stjecatelj odnosno osigurani vjerovnik stekao kontrolu postavši osoba čije ovlasne naloge je intermedijer pristao izvršavati bez suglasnosti ovlaštenika (§ 8-510(c) r. 2. t. (2) UCC 1994, § 9-328(2)(B)(ii) UCC 2010); ili kad bi ih zauzela da je druga osoba stjecatelj odnosno osigurani vjerovnik, ako je stjecatelj odnosno osigurani vjerovnik stekao kontrolu preko druge osobe koja je za njegov račun uspostavila kontrolu ili je već

[1879] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 765. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1492.
[1880] Po mišljenju *Hakesa*, rizik pravne nesigurnosti bio bi bitno manji kad bi kao standard vrijedilo znanje (engl. *knowledge*), a ne obavijest (engl. *notice*). Oslanjanjem na znanje otpao bi rizik pribrajanja znanja, isticanja razloga zbog kojih je morao znati i nametanja obveze istraživanja. O tome v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 766.
[1881] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 766.
[1882] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 434. Do stupanja na snagu novele čl. 9. UCC iz 1999. godine sukcesivno zasnovana konkurirajuća prava radi osiguranja osiguranih vjerovnika koji imaju kontrolu zauzimala su isto mjesto u redoslijedu prvenstva (§ 9-115(5)(b) UCC 1994). U to vrijeme kontrolu instrumenata osiguranja od strane više osoba intermedijeri su redovito uvjetovali postojanjem međuvjerovničkog sporazuma, kojim bi osigurani vjerovnici uglavili redoslijed prvenstva. Na taj način intermedijeri su se štitili od potencijalne odgovornosti, kojoj bi se izvrgnuli kad ne bi jasno i nedvojbeno mogli utvrditi kojim redom su obvezni postupati po nalozima kojih osiguranih vjerovnika. O tome v. i Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 331. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, *op.cit*. (bilj. 788), str. 193.

uspostavljenu kontrolu pristala ostvarivati za njegov račun (§ 8-510(c) r. 2. t. (3) UCC 1994, § 9-328(2)(B)(iii) UCC 2010).[1883] Ako je investicijska imovina, koju kontrolira više osiguranih vjerovnika, opterećena s više prava radi osiguranja perfektuiranih stavljanjem pod kontrolu, prednost ima ono nositelj kojeg je ranije stekao kontrolu.

Kad je među onima s kontrolom intermedijer, kronološki redoslijed prvenstva remeti „super-prioritet" intermedijera. Intermedijer kao stjecatelj ima prednost pred konkurirajućim stjecateljem koji ima kontrolu ako s njime nije drugačije ugovorio (§ 8-510(d) UCC 1994). Pravo radi osiguranja u korist intermedijera na ovlasti koju je kreirao ili računu vrijednosnih papira koji vodi u prednosti je pred konkurirajućim pravom radi osiguranja u korist bilo kojeg drugog primatelja osiguranja (§ 9-328(3) UCC 2010).[1884] Ranija uspostava kontrole stjecatelju ovlasti ili prava na ovlasti odnosno osiguranom vjerovniku ne jamči očuvanje mjesta u redoslijedu prvenstva kad se kasnije u ulozi stjecatelja odnosno osiguranog vjerovnika kontrole domogne intermedijer.[1885] „Super-prioritet" intermedijera, koji odredbe o redoslijedu prvenstva ne konstituiraju već izrijekom deklariraju, posljedica je primjene odredaba o kontroli.[1886] Intermedijeri su, naime, jedini stjecatelji čija kontrola je neupitna. Za stavljanje ovlasti pod svoju kontrolu dovoljan im je čin stjecanja prava na toj ovlasti temeljem dopuštenja ovlaštenika (§ 8-106(e) UCC 1994).[1887] Ostali stjecatelji ne mogu se domoći kontrole ako im je intermedijer ne omogući, što on nije obvezan učiniti. Intermedijer, naime, nema obvezu sklopiti kontrolni ugovor čak ni kad mu ovlaštenik to naloži (§ 8-106(g) r. 1. UCC 1994).[1888] Omogućivši stjecatelju kontrolu na ovlasti intermedijer bi podredio svoje buduće pravo pravu tog stjecatelja pa nije izgledno da bi dragovoljno to bio spreman učiniti. Vrijeme uspostave kontrole ne može, stoga, poslužiti kao kriterij za redoslijed prvenstva kad o kontroli odlučuje potencijalni nositelj konkurirajućeg prava. Kodifikacija „super-prioriteta" intermedijera uklonila je potrebu da radi rezervacije mjesta u redoslijedu prvenstva za svoje buduće pravo intermedijeri ostalim stjecateljima odnosno osiguranim vjerovnicima uskraćuju kontrolu ili je uvjetuju time da ostali

[1883] Sraz više stjecatelja od kojih svaki ima kontrolu nije uvijek moguć. Do njega ne može doći u slučaju višekratnog otuđenja. Omogućavanje stjecatelju kontrole lišava ovlaštenika mogućnosti ponovnog otuđenja. O tome v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 116.

[1884] Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 22. Za razliku od odredbe § 9-328(3) UCC 2010, odredba § 9-115(e)(3) UCC 1999 predviđala je – poput odredbe § 8-510(d) UCC 1994 – mogućnost drugačijeg dogovora.

[1885] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 767. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 241.

[1886] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 390. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1476. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 770.

[1887] Premda iz službenog komentara proizlazi da je odredbom § 8-106(e) UCC 1994 zakonodavac namjeravao obuhvatiti maržne zajmove intermedijera svom klijentu, pravo intermedijera na ovlasti nije nužno zasnovano radi osiguranja. O tome v. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 670., 671.

[1888] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 770. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 313. Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 998. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 194.

stjecatelji odnosno osigurani vjerovnici ugovorom podrede svoje pravo pravima intermedijera.[1889] Mjesto u redoslijedu prvenstva osigurani vjerovnik može zadržati samo ako je kontrolnim ugovorom intermedijer pristao podrediti svoje pravo radi osiguranja.[1890] Unatoč tome što dodatno ne ojačava već ionako dominantan položaj intermedijera spram ostalih stjecatelja odnosno osiguranih vjerovnika, „super-prioritet" intermedijera podijelio je doktrinu. Kad nastupaju u ulozi davatelja osiguranih zajmova svojim klijentima intermedijeri su bolje pozicionirani od ostalih potencijalnih zajmodavaca.[1891] Bolji položaj intermedijera doktrina opravdava kad je riječ o pravu intermedijera zasnovanom radi osiguranja otplate maržnog zajma ili radi pokrića kreditne izloženosti tijekom roka za namiru.[1892] U ostalim slučajevima dio doktrine (*e.g. Hakes*, *Schroeder*) ga kritizira smatrajući da ni povoljni učinci na sistemski rizik, koji ublažava veća dostupnost izvora financiranja, ne mogu opravdati narušavanje pravnog položaja stjecatelja i osiguranih vjerovnika s kontrolom ovlasti odnosno investicijske imovine.[1893]

Kad ni jedan osigurani vjerovnik ne kontrolira investicijsku imovinu koja je predmet prava radi osiguranja, redoslijed prvenstva formira se - u pravilu - kronološki, imajući ovaj put u vidu vrijeme perfektuiranja (engl. *first to file or perfect*) (§ 9-322(a)(1) u svezi s § 9-328(7) UCC 2010).[1894] Osim uspostavom kontrole (§ 9-314 UCC 2010), pravo radi osiguranja može

[1889] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 437. Za oprečni pristup u Ženevskoj konvenciji v. *infra*, str. 384. O tome i Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 109. – 110.

[1890] Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 320. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, *op.cit*. (bilj. 788), str. 191., 194.

[1891] *Hakes* (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 768., 770.) govori o pogodovanju „glavnim igračima" na tržištu vrijednosnih papira kad nastupaju u ulozi davatelja kredita i jačanju kreditnog monopola intermedijera. *Schroeder* (Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 437.) pak spominje monopolistički položaj intermedijera kad je riječ o osiguranom financiranju njihovih klijenata.

[1892] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 768., 771. Opravdanje *Hakes* pronalazi u sličnosti sa založnim pravom na objektu kupnje onoga tko je financirao tu kupnju (engl. *purchase money security interest*), koje tradicionalno ima prednost, i potrebom za pokrićem kreditne izloženosti intermedijera koji je kupio i platio financijsku imovinu za račun svog klijenta i pripisao je na njegov račun vrijednosnih papira prije nego što mu je klijent doznačio iznos kupoprodajne cijene (engl. *broker's lien*). Po mišljenju *Rogersa*, nespremnost intermedijera da do primitka uplate kupoprodajne cijene pripišu komisiono kupljene vrijednosne papire na račun komitenta koji je opterećen pravom radi osiguranja u korist ovlaštenikovog osiguranog vjerovnika i time podrede svoje pravo tom pravu intermedijerovog osiguranog vjerovnika otežalo bi vođenje računa i namiru transakcija. O tome v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1487. Po mišljenju *Schroeder*, „super-prioritet" intermedijera ne pogoduje samo njihovim interesima već i interesima njihovih klijenata jer im omogućuje niže kamate na maržne zajmove i niže naknade za pružene usluge. O tome v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 437. O ograničenju sistemskog rizika kao opravdanju za „super-prioritet" intermedijera v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 243.

[1893] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 768., 770. *Hakes* posebno problematizira činjenicu da intermedijer neminovno zna za postojanje prava, koje njegovo pravo podređuje u redoslijedu prvenstva. *Schroeder* smatra „super-prioritet" intermedijera ne može direktno opravdati načelo super-negocijabilnosti jer inherentna mogućnost raspolaganja financijskom imovinom ne povlači nužno za sobom i pravo prisvajanja te imovine, v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 437. O toj odredbi kao primjeru pretjeranog favoriziranja intermedijera v. i Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 179.

[1894] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 705. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 112. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 21. Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1000.

se perfektuirati automatski (*i.e.* činom zasnivanja), kad ga zasniva broker ili intermedijer u korist svog osiguranog vjerovnika (§ 9-309(10) UCC 2010), ili podnošenjem financijske izjave (engl. *filing a financing statement*), kad ga ne zasniva broker ili intermedijer u korist svog osiguranog vjerovnika (§ 9-312(a) UCC 2010).[1895] Kronološki redoslijed prvenstva ne vrijedi kod automatski perfektuiranih prava, koja se ne redaju jedno za drugim kako se perfektuiraju, već se pozicioniraju na isto mjesto u redoslijedu prvenstva ako njihovi nositelji ne ugovore drugačije (§ 9-328(6) UCC 2010).[1896]

7.4 Švicarsko pravo

Do stupanja na snagu FISA-e raspolaganje suvlasničkim dijelom zbirnog portfelja zamjenjivih vrijednosnih papira o kojima su izdane pojedinačne isprave odnosno globalne isprave zahtijevalo je prijenos posjeda.[1897] Posredni posjed zbirnog portfelja odnosno globalne isprave prenosio se posjedovnom uputom (njem. *Besitzanweisung*) sukladno čl. 924. ZGB.[1898] Čak i kod komisione kupnje, stjecatelj je suvlasnički dio stjecao direktno od otuđitelja, a stjecateljevo pravo izvodilo se iz otuđiteljevog.[1899] Pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira imao je deklaratorni učinak i nije nužno odražavao vrijeme stjecanja.[1900] Kodifikacija knjižnih efekata stvorila je potrebu za zakonskim uređenjem drugačijeg načina raspolaganja. Budući da se - zbog njihove netjelesnosti - knjižni efekti ne mogu posjedovati, prijenos posjeda ne dolazi u obzir kao način raspolaganja knjižnim efektima.

[1895] Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 143. Heidenreich, Douglas R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 999. Mooney *et al.*, *op.cit*. (bilj. 24), str. 1896. Od brokerovih i intermedijerovih osiguranih vjerovnika ne očekuje se podnošenje financijske izjave jer, osim što sudionici financijskih tržišta znaju da intermedijeri u okviru redovitog poslovanja zasnivaju prava radi osiguranja na investicijskoj imovini koju drže za tuđi račun, izjava nije dovoljno precizna (*i.e.* koje pravo postoji na kojoj investicijskoj imovini) da bi iz nje drugi sudionici na tržištu mogli sa sigurnošću utvrditi redoslijed prvenstva. Podnošenjem izjave javna domena ne bi se obogatila dotad nepoznatim, a istovremeno dovoljno konkretnim podatkom. O tome v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 399. Schroeder, Jeanne L., Some Realism, *op.cit*. (bilj. 219), str. 502. – 503. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 346. Automatizam omogućuje perfektnost prava radi osiguranja stečenog tzv. „sporazumom o zalaganju" (engl. *agreement to pledge*). O tome v. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 319.

[1896] Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 320. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 220. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 101. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 243. Schroeder, Jeanne L., Some Realism, *op.cit*. (bilj. 219), str. 503. Razlog za takvo zakonsko rješenje nemogućnost je da se sa sigurnošću utvrdi točan trenutak automatskog perfektuiranja.

[1897] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 22; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 67, 119; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 71; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 197. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 405., 407.

[1898] Graham-Siegenthaler, Barbara, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts CO Rd. 8; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 67, 74, 119; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 290. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 101. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 197., 203. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 103. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 405., 407. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit.* (bilj. 5), str. 92.

[1899] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 195; *Contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 403. - 404., koji navodi da je komisionar stjecao vlasništvo koje bi potom prenosio komitentu.

[1900] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 197; Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 100. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 103. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit.* (bilj. 5), str. 93.

Mogućnost raspolaganja od strane imatelja računa u skladu s odredbama FISA-e jedno je od konstitutivnih zakonskih obilježja knjižnih efekata (čl. 3. st. 1. t. b. FISA).[1901] Odredbe o raspolaganju bitan su dio pravnog uređenja knjižnih efekata.[1902] U švicarskom pravu općenito pojam „raspolaganje“ (engl. *disposal*; njem. *Verfügung*) obuhvaća svaku pravnu radnju kojom se mijenja imovina onoga koji raspolaže, uključujući bezuvjetni (engl. *outright*) prijenos, fiducijarni prijenos, zasnivanje pravilnog ili nepravilnog založnog prava i zasnivanje prava plodouživanja.[1903] Kod raspolaganja knjižnim efektima mišljenja se razlikuju zbog – kako tvrdi *Eigenmann* – nejasnog zakonskog teksta.[1904] Dvojbeno je, naime, označava li pojam „raspolaganje“ prijenos - tijekom i nakon kojeg predmet raspolaganja zadržava egzistentnost i identitet - koji rezultira derivativnim stjecanjem ili pak knjigovodstvenu operaciju koja obuhvaća terećenje prenositeljevog računa na jednom kraju lanca i pripis na stjecateljev račun na drugom kraju lanca.[1905] Ideju o prijenosu određenog pravnog položaja nije jednostavno pomiriti sa serijom upisa (*i.e.* pripisa i terećenja) na različite račune vrijednosnih papira kod različitih skrbnika, koji se nužno ne provode očekivanim redom i koje nerijetko nije moguće pratiti od prvog do zadnjeg.[1906] Zagovornici prijenosa razlikuju se po tome smatraju li – poput *Mock*, *Segne*, *Beelera* i *Steinera* - da se prijenos provodi direktno između prenositelja i stjecatelja ili pak smatraju – poput *Eigenmann* – da se knjižni efekti prenose među karikama skrbničkog lanca.[1907]

Po mišljenju *Steinera*, predmet raspolaganja nisu knjižni efekti već prava koja oni predstavljaju.[1908] Kao kvalificirane uknjižbe, knjižni efekti samo su sredstvo za postizanje cilja. Kao pravni odnos između imatelja računa i skrbnika, knjižni efekti se ne prenose već postojeći

[1901] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 2
[1902] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 7; Po mišljenju *Eigenmann*, pravno uređenje raspolaganja knjižnim efektima odražava stvarnu poslovnu praksu.
[1903] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 8; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 250; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 197. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 465. Ono za što FISA koristi pojam „raspolaganje“, Ženevska konvencija označava pojmom „prijenos“ (engl. *transfer*). Pojam „raspolaganje“ Ženevska konvencija koristi za otuđenje koje se – sukladno odredbi čl. 11. st. 3. Ženevske konvencije – provodi terećenjem računa vrijednosnih papira prenositelja.
[1904] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 9; Slično i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 622.
[1905] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 10; Za derivativnost stjecanja v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 196, 284; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 262, 414; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 469., 632. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 298.
[1906] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 9; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 298.
[1907] Za direktan prijenos između prenositelja i stjecatelja v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 196, 284; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 474., 632. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 393, 401; Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 60. - 61., 72., 107. Za prijenos između karika skrbničkog lanca v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 10. O tom shvaćanju *Eigenmann* v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 195, 259; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 474.
[1908] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 50. – 51., 66., 71. – 72., 79.

prestaju i nastaju novi.[1909] Budući da stjecateljevi knjižni efekti nisu isti oni koji su ranije pripadali prenositelju, preknjižba nije odraz raspolaganja već sravnjivanja (*i.e.* rekoncilijacije).[1910]

I u švicarskom pravu više je načina raspolaganja knjižnim efektima, odnosno – prikloni li se *Steinerovom* shvaćanju – pravima koja knjižni efekti predstavljaju. Zakon ih taksativno nabraja i iscrpno uređuje. Osim pripisa na račun vrijednosnih papira (čl. 24. FISA-e), tu spadaju sklapanje kontrolnog ugovora u korist treće osobe (čl. 25. FISA-e), sklapanje ugovora u korist skrbnika (čl. 26. FISA-e).[1911] Svaki propisani način raspolaganja kadar je kreirati pravo s učinkom *erga omnes*.[1912] Svi oni univerzalno su primjenjivi. Nijedan od njih nije rezerviran samo za određenu vrstu raspolaganja (*i.e.* otuđenje ili opterećenje) niti samo za određenu svrhu koja se pojedinom vrstom raspolaganja može ostvariti (*i.e.* bezuvjetni prijenos, osiguranje, korištenje).[1913]

Pripis na račun vrijednosnih papira stjecatelja (čl. 24. st. 1. t. b. FISA) osnovni je način raspolaganja knjižnim efektima.[1914] Nužno mu prethodi valjani i prikladni nalog imatelja računa (*i.e.* prenositelja) svom skrbniku za prijenos knjižnih efekata (čl. 24. st. 1. t. a. FISA).[1915] Na

---

[1909] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 108. – 109. O nastanku i prestanku tražbine iz ugovora o depozitu kod raspolaganja knjižnim efektima v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 184, 241, 298.

[1910] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 108. - 109. O takvom sravnjivanju v. i Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 116.

[1911] Za razliku od Ženevske konvencije, FISA ne ubraja zabilježbu među načine raspolaganja knjižnim efektima. Izostanak zakonskog uporišta nije spriječio švicarske skrbnike da zabilježbu redovito koriste u praksi. O tome v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 34. Do stupanja na snagu FinfraG među propisane načine raspolaganja knjižnim efektima spadao je i ustup. O ustupu kao načinu raspolaganja knjižnim efektima v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 27; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 345. Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1079. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 502. – 503., 644. – 645. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 346. – 347. Spram ustupa kao zakonskog načina raspolaganja doktrina se uglavnom odnosila kritički.

[1912] Za pripis v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 18. Za kontrolni ugovor v. tekst odredbe čl. 25. FISA i Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 31. Za ugovor o zasnivanju prava u korist skrbnika v. tekst odredbe čl. 26. FISA i Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 26 Rd. 1. Po mišljenju *Steinera*, upravo je svrha svakog od propisanih načina generiranje učinka raspolaganja prema trećima. O tome v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 337.

[1913] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 465., 491. Do stupanja na snagu FinfraG pripis na račun vrijednosnih papira bio je ograničen po pitanju vrste raspolaganja (*i.e.* mogao je poslužiti samo za otuđenje), dok su ugovori bili ograničeni po pitanju svrhe raspolaganja (*i.e.* pravo nastalo takvim raspolaganjem moglo je poslužiti samo za osiguranje i za korištenje (*i.e.* pravo plodouživanja)).

[1914] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 1; *Eigenmann* taj članak smatra kodifikacijom osnovnog instituta pravnog uređenja knjižnih efekata. Po njegovom mišljenju, čl. 24. FISA-e u skladu je sa Ženevskom konvencijom, v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 28.

[1915] Operativno gledano, pripis zakon prikazuje kao drugi korak u okviru raspolaganja koje se provodi u dva koraka. Prvi korak je valjani i prikladni nalog imatelja računa bez kojeg skrbnik ne može provesti valjani pripis, v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 15 Rd. 1., Prel. Cmts Arts. 27 – 28 Rd. 1; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 153; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 197. Takvo zakonsko rješenje predstavlja kodifikaciju uobičajene prakse na tržištu, v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 2. O nalogu kao

stjecanje pripis djeluje konstitutivno.[1916] Relevantan je isključivo pripis na stjecateljev račun pa je za stjecanje nebitno ima li takav pripis pokriće u vidu pripisa na skrbnikov račun kod podskrbnika te je li provedena preknjižba u središnjem depozitoriju.[1917] Na taj način imatelj računa može steći knjižne efekte, bilo bezuvjetno ili radi osiguranja.[1918] Do stupanja na snagu FinfraG bilo je prijeporno može li na taj način steći ograničeno stvarno pravo radi osiguranja na knjižnim efektima.[1919] S obzirom da se sadržaj prava stečenog pripisom ne upisuje na račun vrijednosnih papira, vrstu raspolaganja ne razotkriva uvid u stanje na računu već analiza pravnog posla koji mu je u podlozi.[1920] Osim na stjecanje, pripis konstitutivno djeluje i na otuđenje odnosno opterećenje.[1921] Budući da pripis okončava raspolaganje, njegovom provedbom otuđitelj (*i.e.* ne i opteretitelj odnosno zalogodavac)[1922] ostaje bez knjižnih efekata (čl. 24. st. 2. FISA). Otuđitelj ne ostaje bez knjižnih efekata terećenjem njegovog računa niti zadržava knjižne efekte koji su i dalje na njegovom računu nakon provedbe pripisa na stjecateljev račun.[1923] Budući da se ne uparuje s terećenjem, pripis u švicarskom pravu

jednostranom očitovanju volje za raspolaganje koje nalogoprimac treba primiti v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 158: Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 344. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 300. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 117. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 92. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 286, 368, 371. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 455. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 127.

[1916] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 1, 13; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 159, 166, 198, 283; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 21; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 337., 346. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 103. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 194., 207. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 468. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 128. *Cf*. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 62., 102., koji smatra da za stjecanje prava prema izdavatelju pripis nije dovoljan, već je potreban i sporazum onoga koji raspolaže i onoga u čiju korist se raspolaganje provodi. Po *Steinerovim* mišljenju, nalog *per se* omogućuje raspolaganje knjižnim efektima u smislu kvalificirane uknjižbe, ne i pravima koja ti knjižni efekti predstavljaju.

[1917] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 388 *et seq*.

[1918] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 1; O stjecanju knjižnih efekata na takav način radi osiguranja (konkretno, o razlici između nepravilnog založnog prava i fiducijarnog prijenosa) v. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 129.

[1919] Za takvu mogućnost v. Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 31 - 32 Rd. 19; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 197. - 198. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 59., 74., 77. Takvu mogućnost *Steiner* dovodi u vezu s time što – po njegovom mišljenju - knjižni efekti nisu (kako to proizlazi iz zakonskog teksta) već samo predstavljaju pravo prema izdavatelju. Za razliku od Ženevske konvencije (čl. 11. st. 4.), FISA nije izrijekom predviđao takvu mogućnost. *Cf*. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 116., koji navode da se taj način primarno koristi za prijenos radi osiguranja ne isključujući izrijekom mogućnost zasnivanja ograničenog stvarnog prava. Protiv takve mogućnosti v. Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1080. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 348. Takvo shvaćanje u švicarskoj pravnoj književnosti, po kojem pripis ne omogućuje stjecanje ograničenog stvarnog prava na knjižnim efektima, *Chun* naziva uvjerljivim i reprezentativnim. Za stanje nakon stupanja na snagu FinfraG v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 494. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 338.

[1920] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 14; Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 61., 101. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 494.

[1921] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 338; O razlozima za konstitutivno djelovanje pripisa na otuđenje v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 22; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 300. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 414. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 468. – 469.

[1922] O svrsi i učincima izmjene zakonskog teksta stupanjem na snagu FinfraG v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 337. *et seq*.

[1923] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 411 *et seq*. Terećenje *Beeler* svrstava među faktične radnje (njem. *Realakt*) s deklaratornim učinkom.

proizvodi učinke čak i kad izostane odgovarajuće terećenje.[1924] U švicarskom pravu pripis ne može biti uvjetan.[1925] Knjižnim efektima stjecatelj može raspolagati neposredno nakon provedbe pripisa, čak i onda kad je stjecanje posljedica ugovorne namire (pa za pokriće nemaju ekvivalentne knjižne efekte na skrbnikovom računu vrijednosnih papira kod podskrbnika već tražbine skrbnika za njihovu isporuku).[1926]

Iako ga spominje (čl. 15. st. 3. FISA), terećenje švicarsko pravo pobliže ne uređuje niti ga svrstava među zakonom propisane načine raspolaganja knjižnim efektima. Samim činom terećenja imatelj terećenog računa ne ostaje bez knjižnih efekata na koje se terećenje odnosi, ali - do provedbe pripisa na stjecateljev račun - *de facto* gubi mogućnost njima raspolagati.[1927] S obzirom da mu učinak ovisi o provedbi pripisa („*no debit without credit*"), terećenje se – po mišljenju *Chuna* – u švicarskom pravu uparuje s pripisom.[1928] To što mu učinak nije konstitutivan ne znači da skrbnik nije obvezan teretiti račun kad su za to ispunjene pretpostavke.[1929] Iznimno, terećenje djeluje konstitutivno u slučaju raspolaganja u korist skrbnika, čak i onda kad svoju imovinu skrbnik drži na odvojenom računu kod podskrbnika.[1930]

Alternativni način raspolaganja knjižnim efektima sklapanje je kontrolnog ugovora u korist treće osobe. Riječ je o ugovoru između skrbnika i imatelja računa, kojim skrbnik neopozivo pristaje izvršavati naloge takve treće osobe (*i.e.* stjecatelja, primatelja osiguranja ili plodoužitelja) bez ishođenja dodatne suglasnosti ili dodatnog angažmana imatelja računa (čl. 25. st. 1. FISA). Na taj način treća osoba može steći knjižne efekte, pravo radi osiguranja (engl. *security interest*; njem. *Sicherheit*) na knjižnim efektima i pravo plodouživanja knjižnih efekata.[1931] Radi osiguranja treća osoba (*i.e.* primatelj osiguranja) može steći ograničeno stvarno pravo (*i.e.* založno pravo) na knjižnim efektima na računu vrijednosnih papira davatelja

[1924] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 17; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 155, 159, 176; Po mišljenju *Mock*, o vezi pripisa i terećenja može biti govora samo u kontekstu storniranja. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 300.
[1925] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 24 Rd. 16; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 160, 200, 283; *contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 475.
[1926] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 199, 183, 338
[1927] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts Arts. 27 - 28 Rd. 1; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 409; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 155, 157, 159; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 468. – 469., 632. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 128. *Contra* Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 30., koji smatra da terećenjem imatelj računa ostaje bez knjižnih efekata, ali do provedbe pripisa zadržava prava koja ti knjižni efekti predstavljaju.
[1928] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 344., 356. O uparivanju može, stoga, biti govora samo iz perspektive terećenja, ne i iz perspektive pripisa učinak kojeg ne ovisi o provedbi terećenja.
[1929] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 107. – 108. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 413; O inflaciji knjižnih efekata kao posljedici neprovedbe terećenja v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 161.
[1930] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 405 - 406
[1931] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 342.

osiguranja i same knjižne efekte (bilo u vidu nepravilnog založnog prava ili fiducija).[1932] Poput pripisa na račun vrijednosnih papira, sklapanje kontrolnog ugovora omogućuje bezuvjetni prijenos knjižnih efekata, a ne samo prijenos radi osiguranja.[1933]

Sudeći prema zakonskom tekstu, kontrolni ugovor dvostrani je pravni posao imatelja računa i njegovog skrbnika, koji sklapaju *in favore tertii*.[1934] Iako nema potrebe, nema ni zapreke da u švicarskom pravu kontrolni ugovor bude tripartitni pravni posao sa stjecateljem, primateljem osiguranja ili plodoužiteljem u ulozi jedne njegove strane. Za razliku od Ženevske konvencije, švicarsko pravo među kontrolne ugovore ne svrstava bilateralne pravne poslove imatelja računa i stjecatelja, primatelja osiguranja ili plodoužitelja, o sklapanju kojih se skrbnika samo obavještava.[1935] Pozicioniravši ga kao neizostavnu stranu kontrolnog ugovora švicarsko pravo štiti skrbnika od dovođenja pred gotov čin i nametanja obveze koje nije sam preuzeo. Za razliku od američkog prava, među kontrolne ugovore švicarsko pravo ne svrstava ni bilateralne pravne poslove skrbnika i stjecatelja, primatelja osiguranja ili plodoužitelja, čak ni kad bi ih imatelj računa naknadno odobrio.[1936]

Ugovor koji trećoj osobi u korist koje je sklopljen ne omogućuje barem pozitivnu kontrolu nije kontrolni ugovor kako ga poima švicarsko pravo.[1937] Neopozivi pristanak skrbnika izvršavati njezine naloge bez suglasnosti ili angažmana imatelja računa bitan je sastojak kontrolnog ugovora.[1938] Takav pristanak ne implicira obvezu skrbnika da naloge imatelja računa ne izvršava ili da njihovo izvršenje uvjetuje suglasnošću treće osobe.[1939] Negativnu

[1932] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 13, 7; Takvo ekstenzivno poimanje pojma „pravo radi osiguranja" svojstveno je i Ženevskoj konvenciji. *Eigenmann* navodi da na takav način pravo može steći i repo kupac, zanemarujući pritom dominantno uvjerenje da kod ugovora te vrste dolazi do bezuvjetnog prijenosa, a ne prijenosa radi osiguranja. Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 31 - 32 Rd. 18 - 19; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 251; Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1080. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 73., 225. – 226. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 490., 496.

[1933] Za stanje prije stupanja na snagu FinfraG, kad se – po mišljenju većine – kontrolnim ugovorom knjižne efekte mogao prenijeti samo radi osiguranja v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 14. U tom slučaju, knjižni efekti ostali bi na računu vrijednosnih papira fiducijanta i nakon prijenosa fiducijaru.

[1934] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 16 - 17; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 302. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 115. – 118. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 495. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 130.

[1935] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 16; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 302. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 116.

[1936] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 349.

[1937] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 19; Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 65., 144., 148., 150. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 342. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 495. *cf*. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 348. *Chun* ukazuje na oprečno shvaćanje u švicarskoj pravnoj književnosti, po kojem je i negativna kontrola dovoljna.

[1938] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 16; Neopozivost pristanka pretpostavka je stvarne i efikasne kontrole primatelja osiguranja. Za neopozivost v. i Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 121.

[1939] U praksi davatelj osiguranja nerijetko zadržava pravo raspolaganja. O pozitivnoj kontroli imatelja računa nakon sklapanja kontrolnog ugovora v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 117., 120., 150. *Cf*. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 129., koja pozitivnu kontrolu (*i.e.* mogućnost raspolaganja knjižnim efektima) veže isključivo uz primatelja osiguranja.

kontrolu treće osobe švicarsko pravo ne zahtijeva niti je smatra dovoljnom.[1940] Po mišljenju *Bärtschija*, pozitivna kontrola imatelja računa - ako uopće postoji - ne smije nakon sklapanja kontrolnog ugovora biti neograničena.[1941]

Za raspolaganje knjižnim efektima u korist skrbnika koji vodi račun vrijednosnih papira s tim knjižnim efektima dovoljno je da imatelj računa i skrbnik sklope ugovor o zasnivanju prava u korist potonjeg (čl. 26. st. 1. FISA).[1942] Do sklapanja tog ugovora u pravilu dolazi tako da imatelj računa prihvati opće uvjete poslovanja skrbnika.[1943] Pisani oblik nije nužan.[1944] Uz to što dopušta zasnivanje prava u skrbnikovu korist, tim ugovorom imatelj računa prepušta skrbniku kontrolu nad knjižnim efektima na koje se odnosi to pravo.[1945] Osim prava radi osiguranja i prava plodouživanja, skrbnik na ovaj način može steći knjižne efekte.[1946] Za razliku od zakonskog prava zadržanja (čl. 21. FISA), ugovoreno pravo prikladno je za osiguranje tražbine bilo koje vrste.[1947]

Kod ugovornog raspolaganja knjižnim efektima švicarsko pravo izrijekom nabraja moguće objekte raspolaganja. Osim određenih knjižnih efekata (čl. 25. st. 2. t. a. FISA)[1948] i svih knjižnih efekata na računu (čl. 25. st. 2. t. b. FISA), tu spada i dio knjižnih efekata na računu do određene vrijednosti (čl. 25. st. 2. t. c. FISA).[1949] Određivanje objekta raspolaganja *ad valorem* pretpostavlja odstupanje od striktne primjene načela specijaliteta, koje inače vrijedi kod stvarnih prava.[1950] Po mišljenju *Eigenmanna*, dva su razloga u podlozi takvog odstupanja. Prvi od njih izostanak je potrebe i mogućnosti za striktnom primjenom načela specijaliteta. Budući da su fungibilni, pojedini knjižni efekti ne razlikuju se od ostalih knjižnih efekata istog roda pa ih se ne može odrediti pozivom na njihova individualna razlikovna obilježja.

[1940] Po tome FISA se razlikuje od Ženevske konvencije. O tome v. i Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 302. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 144.
[1941] Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1080. – 1081.
[1942] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 392. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 127. – 128.
[1943] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 26 Rd. 22; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 352.
[1944] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 335., 352.
[1945] Po mišljenju *Eigenmanna*, ugovor o zasnivanju prava radi osiguranja sadrži kontrolni ugovor. Kontrolu skrbnik stječe pristankom imatelja računa da radi namirenja dospjele tražbine skrbnik unovči knjižne efekte bez njegove dodatne suglasnosti ili angažmana. O tome v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 26 Rd. 15. O odnosu tog ugovora i kontrolnog ugovora v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 352.
[1946] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 344. Za pravo plodouživanja prije stupanja na snagu FinfraG v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 26 Rd. 12.
[1947] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 26 Rd. 2
[1948] O tome kad su knjižni efekti „određeni" v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 496.
[1949] Za analognu primjenu odredbe koja se odnosi isključivo na kontrolne ugovore na ugovore sa skrbnikom prije stupanja na snagu FinfraG v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 26 Rd. 18; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 352. Nakon stupanja na snagu FinfraG takva primjena izrijekom proizlazi iz zakonskog teksta (čl. 26. st. 2. FISA).
[1950] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 35, 38; O tome v. i Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 116. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 491. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 343. – 344.

Nemogućnost individualizacije ne predstavlja problem jer je iz perspektive primatelja osiguranja jedino bitno da vrijednost ukupne količine knjižnih efekata na koje se odnosi njegovo pravo ne bude manja od osigurane tražbine.[1951] Drugi razlog nedovoljna je fleksibilnost zbog koje striktna primjena načela specijaliteta ne zadovoljava potrebe poslovne prakse.[1952] Kad je dio knjižnih efekata na računu do određene vrijednosti objekt prava radi osiguranja, imatelj računa zadržava pravo nesmetanog raspolaganja drugim dijelom knjižnih efekata na tom računu, koji se *eo ipso* povećava kako se osigurana tražbina smanjuje.[1953] Za razliku od *Eigenmanna*, *Steiner* ne iznosi razloge za takvo odstupanje, već zakonski tekst tumači na način koji ne dovodi u pitanje primjenu načela specijaliteta. Po njegovom mišljenju, vrijednosni kriterij ne odnosi se na objekt prava radi osiguranja već na pozitivnu kontrolu primatelja osiguranja. *Steiner* smatra da su - kao u slučaju iz odredbe čl. 25. st. 2. t. b. FISA - objekt prava radi osiguranja i u slučaju iz odredbe čl. 25. st. 2. t. c. FISA sva prava prema izdavatelju koja predstavljaju knjižni efekti na računu vrijednosnih papira samo što je – za razliku od slučaja iz odredbe čl. 25. st. 2. t. b. FISA - neopozivi pristanak skrbnika izvršavati naloge primatelja osiguranja bez ishođenja dodatne suglasnosti ili dodatnog angažmana imatelja računa u slučaju iz odredbe čl. 25. st. 2. t. c. FISA ograničen određenom vrijednošću tih prava.[1954]

Knjižnim efektima imatelj računa može višekratno raspolagati koristeći se ugovorom.[1955] Osim kontrolnog, takvu mogućnost pruža i ugovor sklopljen sa skrbnikom. Za raspolaganje ugovorom karakteristično je neizmještanje knjižnih efekata s računa vrijednosnih papira na kojem se nalaze. Da bi raspolaganje bilo višekratno objekt mu svaki puta treba biti isti – knjižni efekti na konkretnom računu. Jedini propisani način koji ne omogućuje višekratno raspolaganje knjižnim efektima pripis je na račun vrijednosnih papira. Izmještanjem s računa na kojem su se nalazili knjižni efekti prestaju biti isti objekt raspolaganja, koji su bili dotad. Zbog toga pravima stečenim pripisom na račun ne mogu konkurirati ranije stečena prava.[1956] Smatrajući da predmet raspolaganja nisu knjižni efekti već prava koja oni predstavljaju, *Steiner* ne diskvalificira pripis kao način na koji se tim pravima može višekratno raspolagati.[1957]

[1951] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 37
[1952] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 36; *Eigenmann* smatra da bi striktna primjena načela specijaliteta stvorila nepotrebne teškoće i da ne bi bila dovoljno fleksibilna da zadovolji potrebe poslovne prakse.
[1953] Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 25 Rd. 38; O tome v. i Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 150.
[1954] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 122., 162. *et seq*. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 532), str. 344. Slično Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 497.
[1955] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 1
[1956] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 9; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 501.
[1957] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 186.

Višekratnim raspolaganjem knjižnim efektima nastaju prava radi osiguranja i/ili prava plodouživanja, koja si međusobno konkuriraju. Konkurirajuća prava zauzimaju različita mjesta u redoslijedu prvenstva. Međusobno konkuriranje sukcesivno zasnovanih ograničenih stvarnih (*i.e.* založnih) prava na istim knjižnim efektima nije prijeporno. Prijepor donekle postoji oko toga mogu li si konkurirati ograničena i neograničena stvarna prava, odnosno onemogućuje li zasnivanje neograničenog stvarnog prava – pa makar i radi osiguranja – daljnje raspolaganje istim knjižnim efektima, bilo tako da ih se ponovno prenese radi osiguranja ili da ih se optereti nakon što su preneseni radi osiguranja. Dio doktrine osporava mogućnost daljnjeg raspolaganja naglašavajući da je prijenos (makar i radi osiguranja) otuđenje, nakon kojeg imatelju računa knjižni efekti više ne pripadaju da bi njima mogao ponovno raspolagati čak ni onda kad su nakon takvog prijenosa i dalje na njegovom računu. *Kuhn* se protivi takvom shvaćanju smatrajući ga preformalističkim.[1958] Po njegovom mišljenju, prava različite vrste (*e.g.* ograničeno stvarno pravo s pravom koje je preneseno radi osiguranja) mogu si konkurirati dokle god imaju isti objekt – knjižne efekte na konkretnom računu vrijednosnih papira.[1959]

U švicarskom pravu redoslijed prvenstva formira se u većini slučajeva kronološki (*prior tempore, potior iure*). Prava zauzimaju mjesta kako stječu učinak *erga omnes*. Ono koje ga je steklo ranije na boljem je mjestu od prava koje je takav učinak steklo kasnije. Kad se knjižnim efektima i pravima na knjižnim efektima raspolaže u skladu s odredbama FISA-e, ranija raspolaganja imaju prednost pred kasnijim raspolaganjima (čl. 30. st. 1. FISA).[1960]

Samo u iznimnom, izrijekom propisanom slučaju redoslijed prvenstva formira se obrnuto kronološki (*potior tempore, prior iure*). Ranije stjecanje učinka *erga omnes* u tim slučajevima nije garancija da će pravo zauzimati odnosno zadržati bolje mjesto u redoslijedu prvenstva. Preskakanje švicarsko pravo dopušta samo ako je nositelj ranijeg prava skrbnik, a kasnijeg treća osoba.

Bez inicijalno zauzetog mjesta u redoslijedu prvenstva može ostati pravo koje je skrbnik stekao sklopivši s imateljem računa ugovor o zasnivanju tog prava.[1961] Preskočiti ga može pravo

[1958] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 17; Po mišljenju *Kuhna*, davatelj osiguranja u tom slučaju zadržava barem zahtjev prema primatelju osiguranja za povratni prijenos knjižnih efekata nakon prestanka prava radi osiguranja.
[1959] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 17
[1960] O (ne)opravdanosti takvog formiranja redoslijeda prvenstva v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 502. Po mišljenju *Segne*, opravdanje je upitno ima li se u vidu potpuni izostanak publiciteta.
[1961] Isto ne vrijedi za pravo zadržanja knjižnih efekata, koje je skrbnik stekao temeljem zakona (čl. 21. FISA). O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 19; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 351. Bärtschi, Harald,

koje je imatelj računa kasnije zasnovao u korist treće osobe sklopivši kontrolni ugovor.[1962] Do preskakanja dolazi samo ako najkasnije prilikom sklapanja kontrolnog ugovora treću osobu (*e.g.* primatelja osiguranja, plodouživatelja) skrbnik nije obavijestio o postojanju svog ranijeg prava. Prešutivši da ono postoji, skrbnik podređuje to svoje pravo pravu treće osobe (čl. 30. st. 2. FISA).[1963] Dajući prednost kasnijem pravu švicarsko pravo štiti povjerenje treće osobe koja za postojanje konkurirajućeg prava u relevantnom trenutku nije znala niti je mogla znati. Time bitno ne narušava pravni položaj nositelja ranijeg prava jer treća osoba svoje pravo ne može steći bez njegovog znanja i volje. Skrbnik slobodno odlučuje hoće li sklopiti kontrolni ugovor, i na taj način trećoj osobi omogućiti stjecanje prava, te hoće li je prilikom sklapanja kontrolnog ugovora obavijestiti o postojanju svog ranijeg prava. Ako je obavijesti, njegovo pravo (*i.e.* pravo radi osiguranja odnosno pravo plodouživanja) zadržava mjesto u redoslijedu prvenstva. Ako je ne obavijesti, uzima se da je pristao podrediti svoje (ranije) pravo (kasnijem) pravu treće osobe. Propust skrbnika da obavijesti treću osobu o postojanju svog ranijeg prava ne dokida to pravo već ga samo gura na slabije mjesto u redoslijedu prvenstva.[1964] Treća osoba, koja pravo stječe kontrolnim ugovorom, ne može isključiti mogućnost postojanja skrbnikovog prava na slabijem mjestu u redoslijedu prvenstva. Da njegovo pravo zadrži mjesto u redoslijedu prvenstva dovoljno je da skrbnik o postojanju svog prava obavijesti treću osobu. Za to nije potrebno ishođenje potvrde treće osobe da je obavijest primila i razumjela te da je suglasna s njezinim sadržajem ni otkrivanje trećoj osobi pravne osnove skrbnikovog prava i, ako je riječ o pravu radi osiguranja, iznosa osigurane tražbine.[1965] Da bi se zaštitio skrbnik treba biti proaktivan. To što ga treća osoba nije pitala postoji li njegovo pravo ne znači da je skrbnik ne treba samoinicijativno obavijestiti o postojanju svog prava.[1966]

---

op.cit. (bilj. 80), str. 1081. – 1082. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 502. *Contra* Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 196., koji prednost u odnosu na skrbnikovo pravo zadržanja daje založnom pravu zasnovanim kontrolnim ugovorom. Po njegovom mišljenju, pravo zadržanja nije razlog zbog kojeg bi skrbnik založnom vjerovniku smio uskratiti ispunjenje naloga.

[1962] Ako bi treća osoba pravo stekla pripisom na svoj račun vrijednosnih papira ne bi moglo biti govora o preskakanju jer takav način stjecanja isključuje mogućnost postojanja ranijih konkurirajućih prava pa se ne bi imalo što preskočiti.

[1963] U švicarskom pravu nije zaživjelo „super-prioritet" prava zasnovanog u korist skrbnika zbog protivljenja predstavnika financijske industrije i jurisprudencije, koji su ga smatrali neopravdanim privilegiranjem skrbnika i kršenjem ustavne zaštite stvarnih prava. Teza o užoj vezi skrbnika s knjižnim efektima na računu vrijednosnih papira svog klijenta, koja bi opravdala „super-prioritet", nije privukla dovoljan broj poklonika. O tome v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Art. 26 Rd. 29. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 16.

[1964] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 20; Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 191.

[1965] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 21, 24; Za razliku od FISA-e, koja se zadovoljava prethodnom obaviješću, Ženevska konvencija (čl. 19. st. 4.) zahtijeva izričitu suglasnost stjecatelja kasnijeg prava. *Cf*. Bärtschi, Harald, *op.cit*. (bilj. 80), str. 1081., koji smatra da skrbnik treba ishoditi stjecateljevu potvrdu kojom on priznaje prednost skrbnikovog prava.

[1966] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 190.

Mjesta u redoslijedu prvenstva prava na knjižnim efektima mogu mijenjati sporazumom njihovih nositelja. Budući da djeluje *inter partes*, takav sporazum ne utječe na razmještaj prava trećih osoba (čl. 30. st. 4. FISA). Sporazumna zamjena mjesta u redoslijedu prvenstva moguća je i kad prava koja sudjeluju u zamjeni nemaju konsensualnu osnovu. Ako se zakonskog prava zadržanja skrbnik može prešutno odreći, treba ga moći – *a maiori ad minus* – sporazumom premjestiti u redoslijedu prvenstva.[1967] Zakonska osnova nije razlog zbog koje bi mu mjesto u redoslijedu prvenstva bilo fiksno i nepromjenjivo, a nije ni smetnja za promjenu mjesta na osnovi sporazuma.

Prijeporno je kako stjecanje knjižnih efekata, u podlozi kojih su vrijednosni papiri o kojima su izdane isprave, utječe na suvlasništvo zbirnog portfelja, koji čine te isprave iz kojih su istjelovljena prava. Iako to izrijekom ne proizlazi iz zakonskog teksta, može ga se – po mišljenju dijela doktrine (*Thévenoz*, *Chun*) tumačiti tako da pripis na račun povlači *ipso facto* za sobom stjecanje odgovarajućeg suvlasničkog dijela, odnosno da raspolaganje knjižnim efektima za posljedicu ima raspolaganje suvlasničkim dijelom.[1968]

U švicarskom pravu neispravni upisi su reverzibilni. Ovisno o razlogu zbog kojeg je neispravan, takav upis skrbnik koji ga je proveo može ili treba stornirati. Storniranje poništava neispravni upis.[1969] Osim brisanjem, neispravni upis stornira se provedbom „kontra-upisa“ (engl. *converse book-entry*). To je, u slučaju neispravnog terećenja, pripis iste količine ekvivalentnih vrijednosnih papira na neispravno terećeni račun, a u slučaju neispravnog pripisa terećenje računa na kojem je takav pripis proveden za istu količinu ekvivalentnih vrijednosnih papira.[1970] Storniranje može biti konsensualno, na temelju suglasnosti skrbnika koji je proveo neispravni upis i imatelja računa na koji je neispravni upis proveden, ili jednostrano, na inicijativu onog koga se tiče (*i.e.* imatelja neispravno terećenog računa odnosno skrbnika koji je proveo neispravni pripis na račun).[1971]

[1967] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 31; Sukladno odredbi čl. 21. st. 2. FISA-e, pravo zadržanja prestaje skrbnikovim pripisom knjižnih efekata na račun drugog imatelja računa. Iako nema osnovu u ugovoru, ugovorom mu se može mijenjati mjesto u redoslijedu prvenstva.
[1968] Thévenoz, Luc, New legal concepts, *op.cit*. (bilj. 529), str. 307. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 332., 345. O tome v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 148.
[1969] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 6
[1970] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 6, Art. 27 Rd. 77, Art. 28. Rd. 14; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 559; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 475.
[1971] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 2; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 458

Zbog značajnih pravnih posljedica, jednostrano storniranje neispravnih (reverzibilnih) upisa švicarsko pravo uređuje iscrpno (čl. 27. i 28. FISA) i restriktivno.[1972] Kako obveza skrbnika stornirati terećenje tako i pravo skrbnika stornirati pripis uvjetovani su postojanjem jednog od taksativno propisanih razloga. Osim kad je riječ o grešci koju je skrbnik mogao otkriti, na storniranje terećenja švicarsko pravo skrbnika obvezuje samo ako pravnopolitički razlozi na njega svaljuju rizik.[1973] Na storniranje pripisa švicarsko pravo skrbnika ovlašćuje samo onda kad je riječ o grešci koja je jasna i očita.[1974]

Imatelj računa ne može zahtijevati storniranje terećenja niti skrbnik može stornirati pripis po isteku godine dana od saznanja za neispravnost upisa, odnosno pet godina od provedbe takvog upisa (čl. 27. st. 4. i čl. 28. st. 4. FISA). Kombinacijom subjektivnog i objektivnog roka uravnotežen je interes pravne sigurnosti, koja je veća što je rok kraći, sa suprotstavljenim interesom zaštite imovine, koja je veća što je rok dulji.[1975] Iako bi pravni promet bio sigurniji kad bi razdoblje pendentnosti trajalo još kraće, neispravni upisi katkad izađu na vidjelo tek protekom duljeg vremena.[1976] Kad je riječ o storniranju pripisa, provedba kojeg je moguća samo dok su knjižni efekti na stjecateljevom računu vrijednosnih papira (čl. 28. st. 3. r. 1. FISA), propisani rok ima zanemarivo značenje u praksi jer je izgledno da će knjižne efekte stjecatelj otuđiti prije njegovog isteka.[1977]

Ako zakon ne dopušta uspostavu prijašnjeg stanja storniranjem reverzibilnog upisa, zainteresirana osoba može posegnuti za uobičajenim instrumentima građanskog i trgovačkog prava namijenjenim restituciji (*i.e.* kondikcijski zahtjev iz čl. 62. OR).[1978] Ti instrumenti mogu se pokazati jalovim ako je knjižne efekte stjecatelj stekao *bona fide* pa uživa zakonsku zaštitu (čl. 29. st. 1. FISA).[1979]

Mogućnost ugovorne izmjene zakonskog uređenja storniranja ovisi o tome tko je imatelj računa i u čijem se interesu ugovara izmjena. Skrbnika ništa ne priječi da ugovorom oteža svoj pravni položaj koji proizlazi iz zakona, *e.g.* proširujući pravo imatelja računa na storniranje

[1972] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 3 – 4; Među poredbenim pravima švicarsko odskače sveobuhvatnošću zakonskog uređenja storniranja.
[1973] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 4
[1974] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 4
[1975] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 81
[1976] Za kritiku duljine subjektivnog roka kod storniranja pripisa v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 630. Po mišljenju *Beelera*, skrbnik nakon što je saznao za neispravnost ne smije bezrazložno odugovlačiti sa storniranjem pripisa.
[1977] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 36
[1978] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 5, Art. 28. Rd. 9; Isto vrijedi kad storniranje ne dopuštaju pravila sustava za poravnanje i namiru.
[1979] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 27

terećenja ili ograničujući svoje pravo stornirati pripis.[1980] Nebitno je pritom tko je imatelj računa. Olakšati svoj pravni položaj ugovorom skrbnik smije samo ako je imatelj računa kvalificirani ulagatelj (čl. 27. st. 5., čl. 28. st. 5 FISA). Među kvalificirane ulagatelje (engl. *qualified investor*; njem. *qualifizierter Anleger*) spadaju skrbnici, osiguravajuća društva podvrgnuta prudencijalnom nadzoru, osobe javnog prava, mirovinski fondovi i društva s profesionalnom riznicom (čl. 5. t. d. FISA). Osim što se kvalificirani ulagatelji mogu odreći prava na storniranje terećenja, skrbnik im može prevaliti odgovornost i isključiti ili ograničiti pravo na naknadu štete nastale pogrešnim izvršenjem naloga. S druge pak strane, doktrina dopušta „verifikacijsku klauzulu", koja pravo imatelja računa da prigovori terećenju ograničava prekluzivnim rokom, i kad imatelj računa nije kvalificirani ulagatelj.[1981] Po mišljenju *Beelera*, storniranje terećenja koje se temelji na ugovornom odstupanju od zakona ne može biti razlog za storniranje pripisa sukladno odredbi čl. 28. st. 1. t. a. FISA.[1982] Ugovorom sa skrbnikom kvalificirani ulagatelj može isključiti ili ograničiti pravo skrbnika na storniranje pripisa.[1983]

Nepostojanje (čl. 27. st. 1. t. (a) FISA) i neispravnost (čl. 27. st. 1. t. (b) FISA) naloga za terećenje računa prenositelja, s jedne strane, i neprovedba pripisa na račun primatelja u skladu s nalogom ili u roku uobičajenom za namiru (čl. 27. st. 1. t. (c) FISA), s druge strane, zakonom su propisani razlozi za storniranje terećenja. Riječ je o taksativnom popisu koji skrbnik i imatelja računa ne mogu ugovorom ni proširiti ni suziti. Među razloge za storniranje terećenja ne spadaju ni nedostaci ugovora u podlozi naloga i prijenosa knjižnih efekata ni stečaj imatelja računa koji je raspolagao knjižnim efektima. Ugovorni nedostaci nisu razlog za storniranje terećenja zbog vremena koje je potrebno da bi se oni utvrdili. Odmak između terećenja i mogućnosti storniranja narušavao bi funkcionalnost sustava posrednog držanja.[1984] Stečaj imatelja računa nije razlog za storniranje terećenja zbog rizika za skrbnika i načela konačnosti namire. Ako bi podskrbnik bio član sustava za poravnanje i namiru, skrbnik koji bi bio obvezan stornirati terećenje ne bi imao pravo na storniranje terećenja svog računa, što bi ga neminovno suočilo s manjkom.[1985] U oba spomenuta slučaja stanje kakvo je bilo prije terećenja

[1980] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 552, 635
[1981] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 86
[1982] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 553
[1983] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 37
[1984] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 55
[1985] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 57, 58; U takvim slučajevima storniranje nije prikladan mehanizam za uspostavu stanja prije raspolaganja koja je stečajni dužnik izvršio nakon otvaranja stečaja. Čl. 27. FISA-e štiti imatelja računa kad je riječ o očitoj grešci omogućujući mu da ubrzo može ponovno raspolagati svojom imovinom. Budući da čl. 20. FISA-e štiti naloge skrbnika - člana sustava za poravnanje i namiru koje je dao nakon otvaranja

računa može se uspostaviti samo kondikcijskim zahtjevom usmjerenim prema stjecatelju za restituciju knjižnih efekata stečenih bez osnove.[1986]

Pravna posljedica storniranja terećenja potpuna je restitucija (*restitutio in integrum*).[1987] Imatelja terećenog računa storniranje terećenja stavlja u položaj u kojem bi bio da skrbnik nije teretio njegov račun (čl. 27. st. 3. r. 1. FISA). Ako je terećenjem pretrpio štetu koju storniranje ne popravlja imatelj računa može zahtijevati njezinu naknadu temeljem odredaba OR-a (čl. 27. st. 3. r. 2. FISA).[1988]

Švicarsko pravo izrijekom ne uređuje pravni učinak neispravnog (*i.e.* reverzibilnog) terećenja tijekom razdoblja pendentnosti (*i.e.* od provedbe do storniranja).[1989] Kao ni ispravno, ni neispravno terećenje ne djeluje konstitutivno na gubitak prava, odnosno na ostanak bez knjižnih efekata.[1990] Učinak storniranja takvog terećenja ovisi o tome je li, provedbom odgovarajućeg pripisa, imatelj terećenog računa ostao bez knjižnih efekata. Ako je, storniranje djeluje konstitutivno jer se imatelju računa knjižni efekti bez kojih je ostao vraćaju, i to na teret skrbnika koji je neispravno teretio račun.[1991] Ako nije, storniranje djeluje deklaratorno i služi samo za usklađivanje stanja u evidencijama skrbnika sa stvarnim stanjem i omogućavanje imatelju računa da raspolaže knjižnim efektima koji mu pripadaju.[1992] Po mišljenju *Beelera*, storniranje terećenja djeluje *ex nunc*.[1993]

Storniranje odgovarajućeg terećenja (čl. 28. st. 1. t. (a) FISA) i to što pripis ne odgovara nalogu (čl. 28. st. 1. t. (b) FISA) zakonom su propisani razlozi za storniranje pripisa. Kao i kod storniranja terećenja, riječ je o taksativnom popisu koji skrbnik i imatelja računa ne mogu ugovorom ni proširiti ni suziti. Potreba za zakonskom osnovom kod storniranja pripisa posebno dolazi do izražaja jer je riječ o vidu izvlaštenja imatelja računa.[1994] U pravnoj književnosti

stečaja, pravo stečajnog upravitelja imatelja računa stornirati terećenje ograničilo bi se na skrbnike koji nisu članovi tog sustava i na transakcije koje se ne namiruju kroz taj sustav. Skrbnik koji nije član imao bi obvezu stornirati terećenje, ali ne bi imao pravo na storniranje terećenja svog računa kod skrbnika koji je član, što bi kod njega neminovno dovelo do manjka.

[1986] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 55, 61

[1987] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 Rd. 77; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 172; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 347. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 558; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 479. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 133.

[1988] O toj šteti podrobnije v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 571.

[1989] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 465; O tome v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 478. *et seq*.

[1990] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 504, 561

[1991] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 506, 562 - 563

[1992] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 564; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 133.

[1993] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 507, 568

[1994] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 1; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 575

provlači se teza da storniranje pripisa izvire iz prava banke da jednostrano tereti račun klijenta prema kojem ima kondikcijski zahtjev.[1995] Po svojoj naravi, pravo na storniranje (njem. *Stornorecht*, *Stornierungsrecht*) preobražajno je pravo (njem. *Gestaltungsrecht*) jer skrbnika ovlašćuje da jednostranom izjavom volje proizvede određenu pravnu posljedicu.[1996] Sudeći prema njemačkoj judikaturi, pravo na storniranje počiva na pogrešci banke koja je provela pripis na koji klijent nije imao pravo pa bi, da banka nema pravo na storniranje, klijent bio obvezan vratiti joj to što je greškom pripisala na njegov račun po pravilima o stjecanju bez osnove.[1997] Koristeći se pravom na storniranje banka izbjegava troškove i rizike povezane s realizacijom kondikcijskog zahtjeva. Banka nema pravo stornirati pripis kad prema klijentu nema materijalnopravni zahtjev za povrat onog što je pripisala na njegov račun. Pravo na storniranje banci samo omogućuje da takav zahtjev, koji već ima, realizira na jednostavniji način kroz samopomoć.

Skrbnik ima pravo stornirati pripis ako je stornirano odgovarajuće terećenje (čl. 28. st. 1. t. a. FISA). To pravo nadovezuje se na obvezu skrbnika stornirati terećenje (čl. 27. st. 1. FISA). Ako ima takvu obvezu, skrbnik treba imati i takvo pravo.[1998] Pripis i terećenje mogu se bez teškoća upariti samo kod tzv. „kućnih" transakcija, kad oba računa vrijednosnih papira vodi isti skrbnik. U tom slučaju skrbnik može istovremeno s ispunjenjem svoje obveze ostvariti svoje pravo. Kad više skrbnika sudjeluje u prijenosu knjižnih efekata, „odgovarajućim" u smislu odredbe čl. 28. st. 1. t. a. FISA-e *Kuhn* smatra terećenje ne samo prenositeljevog računa, već bilo kojeg računa vrijednosnih papira kod bilo kojeg skrbnika u lancu.[1999]

Skrbnik ima pravo stornirati pripis koji ne odgovara danom mu nalogu (čl. 28. st. 1. t. b FISA). Pogrešno izvršenje valjanog naloga može dovesti do pripisa pogrešne vrste ili prekomjerne količine vrijednosnih papira, višekratnog pripisa vrijednosnih papira ili pripisa na pogrešan račun.[2000] Pripis nedovoljne količine vrijednosnih papira ne opravdava storniranje.[2001] Skrbnik nema pravo stornirati pripis koji ne odgovara nalogu danom drugom skrbniku u ranijem stadiju namire transakcije.[2002]

[1995] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 9; O kondikcijskom zahtjevu kao pretpostavci prava na storniranje v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 582 *et seq*., 591. Storniranjem pripisa izbjegava se stjecanje bez osnove. O tome v. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 134.
[1996] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 593
[1997] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 27 - 28 Rd. 10; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 580
[1998] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 3
[1999] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 8; O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 601; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 482.
[2000] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 10
[2001] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 606
[2002] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 11; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 483.

Švicarsko pravo izrijekom ne uređuje ni pravni učinak reverzibilnog pripisa tijekom razdoblja pendentnosti (*i.e.* od provedbe do storniranja).[2003] Po mišljenju *Beelera*, neispravni pripis rezultira originarnim stjecanjem prava na temelju zakona.[2004] Za *Mock*, to što ne postoji nalog ne priječi stjecanje knjižnih efekata.[2005] Knjižni efekti valjano su stečeni pripisom, a sve radnje poduzete tijekom razdoblja pendentnosti (*e.g.* raspolaganja i korporativne akcije) proizvode pravni učinak. *Kuhn* smatra da storniranje pripisa djeluje *ex nunc*.[2006] Budući da storniranje pripisa ne djeluje retroaktivno, stjecatelj može valjano raspolagati knjižnim efektima, bilo tako da ih otuđi ili da ih optereti, i ostvarivati prava koja iz njih proizlaze, *e.g.* naplaćujući dividendu ili kamatu. Poput neispravnog pripisa, i njegovo storniranje djeluje konstitutivno.[2007]

O storniranju pripisa skrbnik je obvezan obavijestiti imatelja računa (čl. 28. st. 2. FISA). Povreda te obveze ne dovodi u pitanje pravo skrbnika stornirati pripis ni pravne učinke provedenog storniranja.[2008] Svrha te obveze je imatelju računa dati priliku da ospori storniranje i spriječiti ga da dalje raspolaže knjižnim efektima na svom računu.

Pravo na storniranje pripisa švicarsko pravo uvjetuje postojanjem knjižnih efekata te vrste na računu vrijednosnih papira slobodnih od prava trećih osoba koje su ih stekle u dobroj vjeri (čl. 28. st. 3. r. 1. FISA). Ako ga preduhitri, terećenje računa za te knjižne efekte može onemogućiti storniranje pripisa. Čak i kad za to postoji valjani razlog, skrbnik ne može stornirati reverzibilni pripis nakon što je po nalogu svog klijenta teretio njegov račun za knjižne efekte stečene reverzibilnim pripisom. Pravo skrbnika na storniranje ne oživljava naknadnim pripisom kojim se ekvivalentni knjižni efekti ponovo nađu na tom računu.[2009] Storniranje pripisa može onemogućiti i *bona fide* stjecanje prava na knjižnim efektima koji su na račun vrijednosnih papira dospjeli reverzibilnim pripisom (*e.g.* založno pravo temeljem kontrolnog ugovora).[2010] U tom slučaju, storniranjem pripisa neprimjereno bi se zadiralo u prava trećih osoba kojima razlozi za storniranje pripisa nisu poznati. Ako ne može stornirati pripis – bilo zato što knjižni efekti te vrste više nisu na računu ili zato što je treća osoba postupajući u dobroj vjeri stekla

[2003] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 465; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 484.
[2004] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 510, 591
[2005] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 167
[2006] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 16; O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 469, 595; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 484.
[2007] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 592
[2008] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 19; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 633
[2009] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 28
[2010] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 26; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 622

pravo na tim knjižnim efektima - skrbnika švicarsko pravo oboružava zahtjevom za naknadu neosnovano postignute koristi prema imatelju računa koji je knjižne efekte stekao reverzibilnim pripisom.[2011] Naknadu skrbnik ne može zahtijevati od imatelja računa koji je tim knjižnim efektima raspolagao u dobroj vjeri, kao ni od onog koji prilikom raspolaganja knjižnim efektima nije imao razloga očekivati zahtjev za restituciju (čl. 28. st. 3. r. 2. FISA). Nepoštenje prilikom raspolaganja neosnovano stečenim knjižnim efektima obvezuje imatelja računa nadoknaditi skrbniku vrijednost knjižnih efekata bez kojih je ovaj neosnovano ostao.[2012] Skrbnik koji je proveo reverzibilni pripis na račun nepoštenog stjecatelja ima pravo zahtijevati naknadu samo ako je ujedno teretio prenositeljev račun.[2013] Poštenje prilikom raspolaganja knjižnim efektima štiti imatelja računa od toga da ga reverzibilnost pripisa i posljedična obveza restitucije stavi u nepovoljniji položaj od onog u kojem bi bio da skrbnik uopće nije proveo pripis na njegov račun.[2014] Ako zbog nemogućnosti storniranja pripisa nastane manjak, skrbnik ga je obvezan ukloniti kupnjom knjižnih efekata (čl. 11. st. 2. FISA).[2015]

Konačnost namire u odabranim sustavima za poravnanje ili namiru švicarsko pravo osigurava ne dopuštajući opoziv naloga skrbnika nad kojim je otvoren stečaj.[2016] Nalog skrbnika, koji je član takvog sustava, pravno obvezuje i proizvodi pravne učinke prema trećima ne samo onda kad je u sustav unesen prije otvaranja stečaja (čl. 20. t. a. FISA) već i onda kad je u sustav unesen nakon otvaranja stečaja ako je izvršen na dan otvaranja stečaja i ako upravitelj sustava dokaže da za otvaranje stečaja nije znao niti je trebao znati (čl. 20. t. b. FISA).[2017] Osiguravajući konačnosti namire švicarsko pravo štiti upravitelja takvog sustava od štetnih posljedica otvaranja stečaja nad članom sustava.[2018] Upravitelju konačnost namire omogućuje da se osloni na nalog člana i da ga izvrši, pod uvjetom da ne zna niti treba znati za stečaj nalogodavca.[2019] Zakonska zaštita vrlo je ograničenog područja primjene. Osim (običnih)

[2011] Za raspravu o opsegu i visini odštetnog zahtjeva v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 639 *et seq*. O takvom odštetnom zahtjevu v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 485.
[2012] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 25; Pravo na naknadu skrbnik može ostvariti posebnim, na zakonu utemeljenim kondikcijskim zahtjevom koji je usmjeren na utržak ostvaren otuđenjem knjižnih efekata odnosno na iznos koji odgovara njihovoj tržišnoj vrijednosti. O tome v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 30, 32.
[2013] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 31; Ako nije isti skrbnik proveo pripis i terećenje, pravo na naknadu ima skrbnik koji je teretio račun.
[2014] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 28 Rd. 34; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 643
[2015] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 180
[2016] Riječ je o djelomičnom usklađivanju s odredbom čl. 3. DKN, koju Švicarska – kao država koja nije članica EU – nije bila obvezna provesti. O tome v. Hess, Martin, *op.cit*. (bilj. 1622), Art. 20 Rd. 2; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. ,358.
[2017] Hess, Martin, *op.cit*. (bilj. 1622), Art. 20 Rd. 13; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 363
[2018] Hess, Martin, *op.cit*. (bilj. 1622), Art. 20 Rd. 1
[2019] Hess, Martin, *op.cit*. (bilj. 1622), Art. 20 Rd. 12

skrbnika, njome nisu obuhvaćeni ni upravitelji sustava za poravnanje ili namiru koji nisu sistemski važni i, kao takvi, pod nadzorom švicarske središnje banke.[2020]

U švicarskom pravu prijeporno je zahtijeva li raspolaganje knjižnim efektima valjanu kauzu (*e.g.* ugovor o kupoprodaji, založni ugovor).[2021] *Steiner* smatra da ne.[2022]

7.5 Ženevska Konvencija

Ženevska konvencija predviđa više načina (dobrovoljnog) raspolaganja posredovanim vrijednosnim papirima. To su pripis (engl. *credit*) i terećenje (engl. *debit*) (čl. 11. Ženevske konvencije), zabilježba (engl. *designating entry*) (čl. 12. st. 3. t. (b) Ženevske konvencije) kojoj je prethodilo sklapanje ugovora između imatelja računa i stjecatelja ili u njegovu korist i kontrolni ugovor (engl. *control agreement*) (čl. 12. st. 3. t. (c) Ženevske konvencije) kojem je prethodilo sklapanje ugovora između imatelja računa i stjecatelja ili u njegovu korist. Kod raspolaganja u korist relevantnog intermedijera Ženevska konvencija isključuje potrebu za posebnim načinom raspolaganja u vidu dodatne radnje (čl. 12. st. 3. t. (a) Ženevske konvencije).

Samo jedan konvencijski način je obvezan, dok su ostali fakultativni.[2023] Pripisom i terećenjem treba se moći raspolagati posredovanim vrijednosnim papirima u svim državama ugovornicama, neovisno o njihovim individualnim preferencijama.[2024] U svakoj od njih taj način vrijedi *eo ipso*. Kao što ga ne treba izabrati, pripis i terećenje država ugovornica ne može isključiti. Ostali načini mogu poslužiti za raspolaganje posredovanim vrijednosnim papirima samo ako ih je država ugovornica izabrala.[2025] Izabrane načine raspolaganja država ugovornica obvezna je javno objaviti odgovarajućom izjavom u smislu čl. 12 st. 5. Ženevske konvencije radi međunarodne transparentnosti i pravne predvidivosti (čl. 12. st. 5. t. (a) Ženevske konvencije).[2026] Izjava treba sadržavati i eventualna isključenja odnosno ograničenja *ratione*

[2020] Hess, Martin, *op.cit*. (bilj. 1622), Art. 20 Rd. 19, 21
[2021] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 49; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 274 *et seq*.
[2022] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 141. – 142.
[2023] *Thévenoz* spominje „pristup izbornika" (engl. *a menu approach*), v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 49. *et seq*.
[2024] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 127., 139. O tom načinu kao tzv. „sigurnom utočištu" (engl. *safe heaven*) za stjecatelje, v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.66. U svim državama ugovornicama stjecatelji se trebaju moći pouzdati da je pripisom na svoj račun vrijednosnih papira stječu posredovane vrijednosne papire odnosno prava na posredovanim vrijednosnim papirima.
[2025] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 138. – 139. Po mišljenju *Mooneya* i *Kande* (Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 110.), nije izgledno da država ugovornica izabere i kontrolni ugovor i zabilježbu kao način raspolaganja posredovanim vrijednosnim papirima po njezinom pravu. *Thévenoz* (Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 143.) navodi kako neke države preferiraju formalizam koji nosi zabilježba, dok druge prednost daju fleksibilnosti koju omogućuje kontrolni ugovor.
[2026] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-4, 12-32 - 12-33; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 68.

personae, ako nekonvencijsko pravo određenim kategorijama osoba ne dopušta raspolaganje izabranim načinom ili ako ne dopušta raspolaganje izabranim načinom u korist određenih kategorija osoba (čl. 12. st. 5. t. (b) Ženevske konvencije).

Svaki konvencijski način prikladan je za svaku vrstu raspolaganja.[2027] Pripisom vrijednosnih papira na svoj račun imatelj računa može steći posredovane vrijednosne papire (čl. 11. st. 1. Ženevske konvencije) i pravo radi osiguranja ili drugo ograničeno pravo na posredovanim vrijednosnim papirima (čl. 11. st. 4. Ženevske konvencije). Jednako tako, terećenje računa za vrijednosne papire može rezultirati otuđenjem posredovanih vrijednosnih papira (čl. 11. st. 3. Ženevske konvencije), ali i opterećenjem posredovanih vrijednosnih papira pravom radi osiguranja ili drugim ograničenim pravom (čl. 11. st. 4. Ženevske konvencije). Provedbom zabilježbe, sklapanjem kontrolnog ugovora i sklapanjem ugovora radi zasnivanja prava u korist relevantnog intermedijera može se zasnovati pravo na posredovanim vrijednosnim papirima, uključujući pravo radi osiguranja ili drugo ograničeno stvarno pravo, u korist druge osobe (čl. 12. st. 1. i 3. Ženevske konvencije). Iako ga sugerira, način raspolaganja ne razotkriva vrstu raspolaganja.[2028] Sadržaj i opseg prava koja je pojedini sudionik raspolaganja stekao odnosno zadržao ovisi isključivo o sporazumu s ostalim sudionicima raspolaganja i nekonvencijskom pravu (čl. 9. st. 3. Ženevske konvencije).[2029] Za proniknuti u pravni položaj sudionika nije dovoljan uvid u račun vrijednosnih papira već je nužna analiza odnosa u podlozi eventualnog upisa.[2030] Dva su razloga zbog kojih Ženevska konvencija ne veže način i vrstu raspolaganja. Prvi od njih funkcionalni je pristup, na kojem počiva Ženevska

[2027] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 62. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-13; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 126., 147. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 66., 68. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 145. – 147. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 15. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 557. O tome kritički de Vauplane, Hubert, Yon, Jean-Pierre, *op.cit*. (bilj. 27), str. 209., koji smatraju da je potrebno jasno razgraničiti načine raspolaganja s obzirom na njegovu svrhu. Po njihovom mišljenju, pripis i terećenje trebaju služiti za prijenos posredovanih vrijednosnih papira, a načini iz čl. 12. Ženevske konvencije za zasnivanje ograničenih stvarnih prava.

[2028] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-20, 12-13; Za očekivati je da će se pripisi i terećenja koristiti za otuđenje (*i.e.* prijenos posredovanih vrijednosnih papira), a načini iz čl. 12. Ženevske konvencije za zasnivanje ograničenih stvarnih prava. Prvotna namjera bila je ograničiti područje primjene čl. 12. Ženevske konvencije na dobrovoljno pravo radi osiguranja, ali se od takvog ograničenja odustalo. O nedostacima pripisa kod prava radi osiguranja v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 56. Oboružavajući primatelja osiguranja potpunom kontrolom posredovanih vrijednosnih papira, koje istovremeno u cijelosti lišava davatelja osiguranja, pripis ponekad onemogućuje sudionike raspolaganja da transakciju prilagode svojim potrebama. Nije rijedak slučaj da je primatelj osiguranja voljan davatelju osiguranja dopustiti jednostrano raspolaganje posredovanim vrijednosnim papirima tijekom stadija osiguranja (do ispunjenja ugovorenog uvjeta). Da bi se takav sporazum mogao provesti u praksi, davatelj osiguranja treba posredovane vrijednosne papire zadržati na svom računu.

[2029] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-17; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 54.

[2030] Saldo na računu nužno ne odražava pripadnost posredovanih vrijednosnih papira. Ako je pravo radi osiguranja zasnovano pripisom, račun davatelja osiguranja terećen je za posredovane vrijednosne papire koji mu i nadalje pripadaju, dok su na računu primatelja osiguranja evidentirani vrijednosni papiri koji mu ne pripadaju.

konvencija.[2031] Pobliže određivanje pravnih instituta (*e.g.* ograničenog stvarnog prava, prava radi osiguranja), koje bi bilo potrebno za takvo vezanje, značilo bi zadiranja u dogmu. Drugi razlog praktične je prirode. Koliko god pojedini način bio dominantan za raspolaganje određene vrste, neminovno je da bi vezanjem određeni broj tržišnih sudionika bio prinuđen na promjenu dotadašnje prakse.[2032]

Svaki konvencijski način raspolaganja posredovane vrijednosne papire podvrgava stjecateljevoj kontroli.[2033] O načinu raspolaganja može ovisiti intenzitet kontrole. Pripis na račun povlači za sobom potpunu kontrolu posredovanih vrijednosnih papira.[2034] Osim što je obvezan bez daljnjeg izvršiti stjecateljev nalog koji se tiče posredovanih vrijednosnih papira na njegovom računu, intermedijer koji vodi taj račun i koji je proveo pripis obvezan je otkloniti takav nalog treće osobe bez prethodne suglasnosti stjecatelja. Kontrola nižeg intenziteta nije moguća. Pripis na račun nije jedini način raspolaganja koji omogućuje potpunu kontrolu. I kod zabilježbe i kontrolnog ugovora ona je - kao kod pripisa - moguća, ali – drugačije nego kod pripisa – nije nužna. Kod zabilježbe i kontrolnog ugovora kontrola može biti i samo pozitivna ili samo negativna.[2035] Intermedijer može biti obvezan izvršiti nalog stjecatelja (*i.e.* osobe u čiju korist je provedena zabilježba ili sklopljen kontrolni ugovor), a da ne bude ujedno obvezan uskratiti izvršenje naloga imatelja računa ako i sve dok se stjecatelj s time nije suglasio. Jednako tako, intermedijer može biti obvezan oglušiti se na nalog imatelja računa za izvršenje kojeg stjecatelj nije dao suglasnost, a da ne bude ujedno obvezan izvršiti stjecateljev nalog. Vrsta kontrole na koju može računati onaj tko pravo na posredovanim vrijednosnim papirima stekne zabilježbom ili kontrolnim ugovorom ovisi o nekonvencijskom pravu i država ugovornica obvezna ju je javno objaviti odgovarajućom izjavom (čl. 12. st. 6. i 7. Ženevske konvencije). Faktičkoj kontroli, koju relevantni intermedijer ima već samim time što vodi račun s posredovanim vrijednosnim papirima, sklapanje ugovora o zasnivanju prava u njegovu korist daje pravnu dimenziju.[2036]

[2031] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 148. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 146. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 558.

[2032] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 147. *Thévenoz* spominje slučaj središnjih banaka, koje u okviru repo poslova nemaju običaj teretiti račun vrijednosnih papira svojih članova u ulozi repo prodavatelja.

[2033] Za načine iz čl. 12. Ženevske konvencije v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-3. Upravo zahvaljujući kontroli, koju omogućuju, svi ti načini raspolaganja kadri su proizvesti učinak *erga omnes*.

[2034] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 56. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 20.

[2035] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-47, 12-22, 12-25; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 146. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 142. – 143. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 559. – 560.

[2036] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-21; Vođenje računa relevantnom intermedijeru omogućuje da raspolaže posredovanim vrijednosnim papirima kao i da spriječi raspolaganje posredovanim vrijednosnim papirima. Stekavši pravo relevantni intermedijer stječe pravno uporište za ono što je dotad faktički mogao. Relevantni intermedijer time postaje ovlašten raspolagati posredovanim vrijednosnim papirima u skladu s

Svi konvencijski načini raspolaganja rezultiraju stjecanjem posredovanih vrijednosnih papira odnosno prava na posredovanim vrijednosnim papirima s učinkom *erga omnes*.[2037] Nijedan od njih ne dovodi do stjecanja imperfektnog prava koje djeluje isključivo na neposredne sudionike raspolaganja. Pravo stečeno konvencijskim načinom je *eo ipso* perfektno. Takav učinak stjecanja Ženevska konvencija nameće nedopuštajući ni nekonvencijskom pravu ni pravu primjenjivom u stečaju da ga uvjetuje poduzimanjem dodatnih radnji, poput upisa u javni očevidnik, podnošenja nadležnom tijelu, javnobilježničke ovjere, objave u službenom glasilu ili na internetu (čl. 11. st. 2. i čl. 12. st. 2. Ženevske konvencije).[2038] Riječ je o radnjama namijenjenim publiciranju prava kako bi svi oni kojih se tiče mogli znati za njegovo postojanje. Zabrana je plod uvjerenju da mnogi načini perfektuiranja, koji su uobičajeni kod imovine druge vrste, ne odgovaraju potrebama sudionika tržišta posredno držanih vrijednosnih papira.[2039] Po mišljenju *Thévenoza*, učinak prava *erga omnes* ne treba se temeljiti na publicitetu već na zaštićenosti njegovog nositelja od neovlaštenog raspolaganja.[2040] Po mišljenju *Kande et al*. zabranom se stjecateljima osigurava pravna sigurnost spram trećih osoba.[2041] Za stjecanje prava s učinkom *erga omnes* dovoljna je, stoga, provedba pripisa ili zabilježbe na račun vrijednosnih papira odnosno, kad stjecatelj nije intermedijer, sklapanje kontrolnog ugovora i, ako intermedijer nije ugovorna strana, obavještavanje intermedijera o sklopljenom ugovoru (čl. 11. st. 1., čl. 12. st. 1. i st. 3. t. (b) i t. (c) Ženevske konvencije). Kad je stjecatelj intermedijer, za stjecanje prava s učinkom *erga omnes* dovoljno je sklapanje ugovora o zasnivanju tog prava u intermedijerovu korist (čl. 12. st. 1 i st. 3. t. (a) Ženevske konvencije). Konvencijska zabrana uvjetovanja učinka *erga omnes* poduzimanjem dodatnih radnji vrijedi samo za stjecanje, ne i za otuđenje odnosno opterećenje.[2042]

Pravo stečeno bilo kojim od konvencijskih načina otporno je na stečaj. Otvaranje stečaja načelno ne može dovesti u pitanje učinak takvog prava *erga omnes*. U stečajnom postupku prava koja su učinak *erga omnes* stekla na način iz čl. 11. ili 12. Ženevske konvencije djeluju

ugovorom (radi ostvarenja svog prava) i osujetiti raspolaganje imatelja računa (tako da ne izvrši njegov nalog) kad takvo raspolaganje ne bi bilo u skladu s ugovorom.

[2037] O koincidenciji valjanosti stjecanja i učinka *erga omnes* v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 148.

[2038] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-11, 12-1; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 125., 138. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 147. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 421. – 422.

[2039] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 59.

[2040] Slično u kontekstu prava radi osiguranja stečenog sklapanjem kontrolnog ugovora ili provedbom zabilježbe v. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 147. Kako to navodi *Zaccaria*, učinak takvog prava *erga omnes* ne počiva na publicitetu, već na mogućnosti njegovog nositelja da objekt svog prava zaštiti od neovlaštenog raspolaganja.

[2041] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 127.

[2042] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-16; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 554. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 66. To što ne vrijedi za otuđenje odnosno opterećenje posljedica je restriktivnog pristupa harmonizaciji.

kako prema stečajnom upravitelju tako i prema stečajnim vjerovnicima (čl. 14. st. 1. Ženevske konvencije).[2043] Učinak takvog prava otvaranje stečaja može dovesti u pitanje samo ako dovodi u pitanje učinak sličnih prava (*e.g.* založno pravo, pravo plodouživanja, pravo vlasništva, koristovno pravo temeljem povjerenstva) na imovini druge vrste.[2044] Proglasivši ga otpornim na stečaj, Ženevska konvencija ne isključuje niti ograničava primjenu materijalnih ili postupovnih pravila koja se primjenjuju zbog (engl. *by virtue of*) stečajnog postupka, poput onih koja se odnose na: rangiranje kategorija tražbina (čl. 14. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije), pobijanje pravnog posla zbog pogodovanja vjerovniku ili prijevarnog raspolaganja na štetu vjerovnika (čl. 14. st. 2. t. (b) Ženevske konvencije) ili prisilno ostvarivanje prava na imovini koju kontrolira ili nadzire stečajni upravitelj (čl. 14. st. 2. t. (c) Ženevske konvencije).[2045] Riječ je o pravilima koja se primjenjuju isključivo u stečajnom postupku, a ne i općenito izvan tog postupka.[2046] Cilj Ženevske konvencije nije privilegirati prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira već spriječiti njihovu diskriminaciju u odnosu na slična prava.

Zaštitu koju pruža „nedužnim" stjecateljima Ženevska konvencija ne uvjetuje nekim od predviđenih načina raspolaganja.[2047] Svakome od tih načina Ženevska konvencija priznaje jednak pravozaštitni potencijal. Neovisno o tome je li pravo stekao pripisom na svoj račun vrijednosnih papira ili na neki od načina iz čl. 12. Ženevske konvencije, stjecatelj koji ispunjava pretpostavke ne treba strepiti ni od zahtjeva utemeljenih na konkurirajućem pravu ni od posljedica ranijeg neispravnog upisa. Odabravši odnosno pristavši na *e.g.* kontrolni ugovor stjecatelj ne snosi rizik pravnih nedostataka, kojem se ne bi izvrgnuo da je inzistirao na pripisu na svoj račun vrijednosnih papira.[2048]

[2043] Odredba čl. 14. st. 1. Ženevske konvencije ne primjenjuje se na prava na koja se primjenjuje odredba čl. 21. st. 1. Ženevske konvencije (čl. 14. st. 3. Ženevske konvencije). Kad je riječ o stečaju relevantnog intermedijera, ne primjenjuje se čl. 14. Ženevske konvencije već čl. 21. Ženevske konvencije.
[2044] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 14-11
[2045] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 14-4; U slučaju tzv. „horizontalnog" stečaja zadiranje Ženevske konvencije u *legis concursus* manje je nego u slučaju tzv. „vertikalnog" stečaja. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 50. – 51. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 257.
[2046] Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 122. Primjerice, tu ne spadaju pravila nekonvencijskog prava o zaštiti poštenih stjecatelja, koja se primjenjuju kako u stečajnom postupku tako i izvan njega.
[2047] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-1
[2048] Nacrt Ženevske konvencije iz srpnja 2007. godine (UNIDROIT STUDY LXVIII Doc. 94 (Jul. 2007) nije svim konvencijskim načinima raspolaganja priznavao jednak pravozaštitni potencijal. Od zahtjeva utemeljenih na konkurirajućem pravu stjecatelja je mogao zaštititi samo pripis na njegov račun vrijednosnih papira. O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 66. O ograničenosti konvencijske zaštite samo na stjecatelje koji su pravo stekli pripisom na svoj račun v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 156.

Pripis i terećenje upisi su na račun vrijednosnih papira, koje Ženevska konvencija ne definira niti opisuje njihovu provedbu.[2049] O kakvim je konkretno upisima riječ ovisi o nekonvencijskom pravu i jedinstvenim pravilima sustava za namiru.[2050]

Uz pripis na račun Ženevska konvencija veže – osim njihovog nastanka - stjecanje posredovanih vrijednosnih papira i prava na posredovanim vrijednosnim papirima.[2051] Dok je za nastanak posredovanih vrijednosnih papira pripis nužan, za stjecanje s učinkom *erga omnes* je – promatra li se samo Ženevska konvencija – dovoljan. Ženevska konvencija ne uvjetuje ga poduzimanjem dodatne radnje niti takvo uvjetovanje dopušta nekonvencijskom pravu (čl. 11. st. 2. Ženevske konvencije).[2052] Nužnim ga može učiniti nekonvencijsko pravo. Ono ga može učiniti i suvišnim vežući stjecanje uz neki događaj koji mu prethodi (*e.g.* intermedijerov primitak vrijednosnih papira za svog klijenta).[2053] Ako drugačije ne proizlazi iz nekonvencijskog prava, pripis je – sudeći prema Ženevskoj konvenciji - potreban za stjecanje posredovanih vrijednosnih papira i prava na posredovanim vrijednosnim papirima. Do njegove provedbe Ženevska konvencija putativnom stjecatelju ne omogućuje da od intermedijera ostvaruje prava iz vrijednosnih papira niti ga štiti od kreditnog rizika intermedijera.[2054] Putativni

[2049] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-8, 11-14; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 67. O tome kritički v. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.67.

[2050] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-1, 11-14; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 137. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.65; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 554. O tome kritički Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 14. – 15. Prepuštanje nekonvencijskom pravu da odredi što je pripis otvara – po mišljenju *Mülberta* - prostor za zaobilaženje zabrane iz čl. 11. st. 2. Ženevske konvencije (*i.e.* formalnosti (*e.g.* upis u javni očevidnik) nisu „dodatne radnje" ako ih je nekonvencijsko pravo proglasilo sastavnim dijelom pripisa) i ograničenje zaštite koju pruža odredba čl. 18. st. 2. Ženevske konvencije (*i.e.* nema mjesta za zaštitu ako pripis nije nevaljan već – zbog izostanka sastavnog dijela propisanog nekonvencijskim pravom - ne postoji). Slično Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 27., koja navodi da države ugovornice trebaju pronaći način kako razlikovati „dodatnu radnju", koja je nedopuštena, od onog što čini pripis, što je dopušteno. *Cf.* LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.48, koja sa žaljenjem konstatira neizglednost postizanja dogovora o zajedničkom, funkcionalnom kriteriju za prosudbu je li pripis proveden.

[2051] U Ženevskoj konvenciji pripis ima dvije različite ali povezane uloge. Osim što je sastavnica pojmovnog određenja posredovanih vrijednosnih papira (čl. 1. t. (b) Ženevske konvencije), ujedno je i način njihovog stjecanja (čl. 11. Ženevske konvencije). Cirkularnost pojmovnog određenja (*i.e.* prava koja nastaju pripisom stječu se pripisom) *Thévenoz* opravdava funkcionalnim pristupom zbog kojeg se pribjegava opisu, v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 50.

[2052] Među dodatne radnje u smislu odredbe čl. 11. st. 2. Ženevske konvencije spadaju isključivo formalnosti, poput sklapanja ugovora o formi javnobilježničke isprave ili upisa u javni očevidnik, ispunjenjem kojih neki pravni poretci uvjetuju *erga omnes* učinak. O tome v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 310; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 147. UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 19. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 442. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.53. *Law Commission* među „dodatne radnje" ubraja zahtjev pisanog oblika iz čl. 53(1)(c) The Law of Property Act. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 553. *Contra* Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 472., koji među dodatne radnje ubrajaju i ugovor između prenositelja i primatelja. *Cf.* Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 10., koji neuvjerljivim smatra restriktivno tumačenje, po kojem među „dodatne radnje" spadaju samo takve formalnosti. Po njegovom mišljenju, značenje pripisa znatno bi relativizirala mogućnost propisivanja različitih materijalnopravnih pretpostavki za njegovu valjanost.

[2053] Za razliku od američkog prava, Ženevska konvencija ne pridaje važnost činjenici da je intermedijer primio vrijednosne papire za svog klijenta ako takav primitak nije popratio odgovarajući pripis na stjecateljev račun vrijednosnih papira.

[2054] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.75; Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 85.

stjecatelj ne može ostvariti pravo ni domoći se zaštite čak ni ako pripis nije proveden krivnjom intermedijera. Teret intermedijerovog propusta Ženevska konvencija svaljuje na leđa (putativnog) stjecatelja. Rasteretiti ga može nekonvencijsko pravo vežući stjecanje uz neki događaj koji prethodi pripisu na stjecateljev račun vrijednosnih papira.[2055]

Uz terećenje računa Ženevska konvencija veže otuđenje odnosno opterećenje posredovanih vrijednosnih papira. Drugačije nego kod provedbe pripisa na račun, za provedbu terećenja intermedijeru treba odgovarajuće ovlaštenje. Daje mu ga imatelj računa i, ako postoji, osoba koja je stekla pravo na relevantnim posredovanim vrijednosnim papirima na način iz čl. 12. Ženevske konvencije (čl. 15. st. 1. t. (a) Ženevske konvencije).[2056] Ovlaštenje ne treba biti dano izričito.[2057] Za provedbu terećenja intermedijera može ovlastiti i nekonvencijsko pravo (čl. 15. st. 1. t. (e) Ženevske konvencije). Drugačije nego kod stjecanja pripisom na račun vrijednosnih papira, Ženevska konvencija ne brani nekonvencijskom pravu da otuđenje odnosno opterećenje terećenjem uvjetuje poduzimanjem dodatne radnje.[2058]

Ženevska konvencija ne zahtijeva niti zabranjuje uparivanje pripisa i terećenja.[2059] Ako nekonvencijsko pravo takvim uparivanjem uvjetuje učinak raspolaganja, ni Ženevska konvencija raspolaganju ne priznaje učinak ako taj uvjet nije ispunjen.[2060] O nekonvencijskom pravu ovisi i mogućnost provedbe namire na neto osnovi. Neuparivim pripisima i terećenjima, koji su posljedica tako provedene namire, Ženevska konvencija ne ograničava učinak kakav im priznaje nekonvencijsko pravo (čl. 11. st. 5. Ženevske konvencije).[2061]

Ženevska konvencija ne određuje se spram pravnih posljedica raspolaganja pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. U funkcionalno sročenom konvencijskom tekstu ne može se pronaći odgovor na pitanje predstavljaju li terećenje prenositeljevog računa i pripis na stjecateljev račun prijenos prava s prenositelja na stjecatelja ili prestanak prenositeljevog prava i nastanak stjecateljevog prava. Po mišljenju *Kande et al.* i *Segne*, odgovor valja tražiti u

---

[2055] Po tome se Ženevska konvencija razlikuje od američkog prava, koje stjecatelja štiti od tog rizika.

[2056] Ovlaštenje trebaju dati osobe koje snose negativne posljedice terećenja. Ako je imatelj računa dopustio zasnivanje prava na posredovanim vrijednosnim papirima na svom računu zabilježbom u korist treće osobe, za terećenje tog računa relevantnom intermedijeru treba ovlaštenje, ne samo imatelja računa, već i te treće osobe. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-15, 15-17; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 554. Za razliku od terećenja, pripis na račun Ženevska konvencija izrijekom ne uvjetuje postojanjem odgovarajućeg ovlaštenja. Osim što nije izgledno da bi neovlašteni pripis na račun mogao uzrokovati štetu imatelju računa (usporedivu onoj koju može uzrokovati terećenja računa), nametanje obveze podnošenja dokaza o ovlaštenju bitno bi izmijenilo tržišnu praksu, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-14.

[2057] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 561.

[2058] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 310; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 554.

[2059] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 139. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 261.

[2060] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.63; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.56; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 134; Toleriranje zahtjeva za uparivanjem pripisa i terećenja *Law Commission* istodobno kritizira i prihvaća kao neizbježno.

[2061] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.62(3)-(4); Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-7

nekonvencijskom pravu, o kojem ovisi ne samo narav prava koje je predmet raspolaganja već i posljedice raspolaganja tim pravom te pretpostavke za valjanost, ireverzibilnost i bezuvjetnost upisa kao i posljedice neispunjenja tih pretpostavki.[2062] Pokušaj da Ženevska konvencija po tom pitanju bude prihvatljiva za oba suprotstavljena tabora (*i.e* pravnim poretcima - *Thévonezovom* terminologijom - „direktnog vlasništva", u kojima se prava prenose, i onima „ovlasti na jednoj od razina", u kojima prava prestaju i nastaju) nije urodio plodom. U njemačkoj pravnoj književnosti provlači se teza da konvencijski tekst – iako funkcionalno sročen - snažno naginje na američku stranu. Po mišljenju *Mülberta*, Ženevska konvencija ne omogućuje direktan prijenos prava s prenositelja na stjecatelja jednim aktom raspolaganja.[2063] Nemogućnost je posljedica za Ženevsku konvenciju karakterističnog "načela odvojenosti" (engl. *separation principle;* njem. *Separationsprinzip*; *Trennungsprinzip*) pripisa i terećenja.[2064] Osim što ih ne uparuje niti na bilo koji način pravno povezuje, svakom od ta dva upisa Ženevska konvencija priznaje konstitutivan učinak.[2065] Zbog toga ih se - kako to tvrdi *Mülbert* - ne može svesti na dva sastavna elementa jedinstvenog akta raspolaganja, čak ni ako bi nekonvencijsko pravo za valjanost jednog upisa zahtijevalo postojanje drugog ili učinak jednog upisa uvjetovalo postojanjem drugog.[2066] Ni u tim slučajevima stjecatelj svoje pravo ne bi mogao izvesti iz otuđiteljevog jer bi stjecanje provedeno pripisom i otuđenje provedeno terećenjem dijelila "jedna logička odnosno pravna sekunda".

Zabilježba (engl. *designating entry*) je upis na račun vrijednosnih papira proveden u korist osobe (uključujući relevantnog intermedijera) koja nije imatelj računa glede posredovanih vrijednosnih papira, koji – sukladno ugovoru o računu, kontrolnom ugovoru,

[2062] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-4; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 260. - 261. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 556. O tome v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 312.
[2063] Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 19. O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 157. *Contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 260. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 555. - 556., 582. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 422. – 423.
[2064] O nepomirljivosti „načela odvojenosti" s njemačkim i austrijskim na stvarnom pravu utemeljenim depozitnim pravom v. Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 13., 19. – 20., 26. Slično i Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 407., koja navodi da se u njemačkom pravu, po pitanju njihove valjanosti, stjecanje i otuđenje ne mogu gledati odvojeno. *Cf.* Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 476., koji nezamislivim za njemačko stvarno pravo smatra zaštitu poštenog stjecatelja unatoč tome što je otuđitelj zadržao svoje pravo. *Contra* Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 505, koji smatra da bi se „načelo odvojenosti" moglo pomiriti s načelom izvedenog stjecanja sukladno čl. 24. FISA. Slično i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 636 . – 639., po mišljenju kojeg bi pripis i terećenje trebali biti ili sinkronizirani ili uvjetovani urednim namirenjem transakcije (*i.e.* preknjižbom u središnjem depozitoriju na dan namire).
[2065] O konstitutivnosti pripisa i terećenja v. Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 13. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 157; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 311. Za konstitutivnost pripisa v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 423. Za nedoumice na tu temu v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 557. Prijeporno je, naime, što znači pojam „konstitutivni učinak". Stjecanje Ženevska konvencija ne veže nužno isključivo uz provedbu pripisa, učinak kojeg može ovisiti o ispunjenju uvjeta ili uparivanju s terećenjem.
[2066] Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 17. *Contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 556.

jedinstvenim pravilima sustava za namiru ili nekonvencijskom pravu – djeluje tako što relevantnom intermedijeru ne dopušta da izvrši nalog imatelja računa glede posredovanih vrijednosnih papira na koje se upis odnosi bez suglasnosti te osobe (čl. 1. t. (l)(i) Ženevske konvencije) i/ili tako što relevantnog intermedijera obvezuje da izvrši nalog te osobe glede posredovanih vrijednosnih papira na koje se upis odnosi pod okolnostima i u svezi pitanja iz ugovora o računu, kontrolnog ugovora, jedinstvenih pravila sustava za namiru ili nekonvencijskog prava bez daljnje suglasnosti imatelja računa (čl. 1. t. (l)(ii) Ženevske konvencije). Opis provedbe zabilježbe ne sadrži Ženevska konvencija pa ga treba tražiti u nekonvencijskom pravu.[2067] Zabilježbu intermedijer provodi na temelju naloga imatelja računa.[2068] Provedbu odnosno uklanjanje zabilježbe Ženevska konvencija uvjetuje postojanjem odgovarajućeg ovlaštenja. Ako ne proizlazi iz nekonvencijskog prava (čl. 15. st. 1. t. (e) Ženevske konvencije), ovlaštenje treba potjecati od osobe koja tim činom ostaje bez prava ili čije pravo se tim činom ograničuje. Zabilježbu intermedijer smije provesti samo ako ga je za to ovlastio imatelj računa (čl. 15. st. 1. t. (b) Ženevske konvencije), a ukloniti samo ako ga je za to ovlastila osoba u čiju korist je zabilježba provedena (čl. 15. st. 1. t. (c) Ženevske konvencije).[2069] Osim ako drugačije proizlazi iz nekonvencijskog prava, relevantni intermedijer ne smije bez ovlaštenja ukloniti zabilježbu ni nakon što je otpao razlog zbog kojeg je provedena.[2070] Naprotiv, ovlaštenje nije potrebno za uklanjanje neispravne zabilježbe (*i.e.* one koja je nevaljana, reverzibilna ili uvjetna, a uvjet se nije ostvario).

Kontrolni ugovor (engl. *control agreement*) je ugovor glede posredovanih vrijednosnih papira, koji sadrži odredbu da relevantni intermedijer ne smije izvršavati naloge imatelja računa glede posredovanih vrijednosnih papira na koje se ugovor odnosi bez suglasnosti stjecatelja prava (čl. 1. t. (k)(i) Ženevske konvencije) i/ili da je relevantni intermedijer obvezan izvršavati naloge stjecatelja prava glede posredovanih vrijednosnih papira na koje se ugovor odnosi pod okolnostima i u svezi pitanja iz ugovora bez daljnje suglasnosti imatelja računa (čl. 1. t. (k)(ii) Ženevske konvencije). Iako ih vidi kao tripartitne, s imateljem računa, relevantnim

[2067] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-24; Po tom pitanju za zabilježbu vrijedi isto ono što i za pripis i terećenje.
[2068] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-24; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 559.
[2069] Ako je imatelj računa zasnovao pravo na posredovanim vrijednosnim papirima pripisanim na svoj račun zabilježbom u korist treće osobe, onda je za terećenje tog računa relevantnom intermedijeru nužna suglasnost te treće osobe, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-17. Budući da Ženevska konvencija ne zahtijeva dostavu ugovora relevantnom intermedijeru, pravne posljedice zabilježbe (*i.e.* vrstu kontrole) trebaju proizlaziti iz naloga imatelja računa kojim upućuje i ovlašćuje relevantnog intermedijera za njezinu provedbu, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-20.
[2070] Primjerice, nakon prestanka tražbine osigurane založnim pravom koje je zasnovano zabilježbom, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-22.

intermedijerom i stjecateljem prava kao stranama, Ženevska konvencija načelno ne isključuje bilateralne kontrolne ugovore, ako ih takvim smatra nekonvencijsko pravo. Ako su mu strane imatelj računa i relevantni intermedijer, kontrolni ugovor sklapa se *in favore tertii*. Ako su mu strane imatelj računa i stjecatelj prava, o sklapanju kontrolnog ugovora trebaju obavijestiti intermedijera.[2071] Iz nekonvencijskog prava može proizići da je za obvezujući učinak kontrolnog ugovora prema intermedijeru dovoljan primitak obavijesti imatelja računa o sklapanju tog ugovora. Po mišljenju *Chuna*, Ženevska konvencija ne dopušta da kontrolni ugovor sklope samo relevantni intermedijer i stjecatelj prava, čak ni ako bi imatelj računa takav ugovor naknadno odobrio.[2072]

Kad je stjecatelj prava na posredovanim vrijednosnim papirima relevantni intermedijer, pravo u njegovu korist nastaje *eo ipso* samim činom sklapanja ugovora o zasnivanju tog prava s imateljem računa. Za nastanak tog prava ili njegov učinak *erga omnes* nije potrebna nikakva dodatna radnja.[2073] Razlog tome kontrola je relevantnog intermedijera na posredovanim vrijednosnim papirima na računu koji vodi.[2074]

Predvidjevši načine raspolaganja, Ženevska konvencija nije isključila druge načine stjecanja ili otuđenja posredovanih vrijednosnih papira ili prava na posredovanim vrijednosnim papirima (čl. 13. t. (a) Ženevske konvencije) odnosno zasnivanja i perfektuiranja prava na posredovanim vrijednosnim papirima (čl. 13. t. (b) Ženevske konvencije), koje predviđa nekonvencijsko pravo. Nekonvencijski načini raspolaganja mogu usporedno postojati s konvencijskim načinima raspolaganja. Prema nekonvencijskim načinima, Ženevska konvencija odnosi se maćehinski. Iako ih priznaje, ne pruža im jednaku zaštitu. Osim što ne štiti „nedužnog“ stjecatelja prava stečenog nekonvencijskim načinom, Ženevska konvencija podređuje takvo pravo (pozicionirajući ga na slabije mjesto u redoslijedu prvenstva) kasnijem

[2071] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 1-45; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 143. *Thévenoz* problematizira obvezivanje intermedijera koji nije ugovorna strana zbog kolizije s relativnim karakterom obveznog prava.
[2072] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 42. Takva mogućnost postoji po američkom pravu.
[2073] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-21; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 144. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 559. U literaturi može se susresti fraza „automatsko perfektuiranje“ (engl. *automatic perfection*) odnosno „samoperfektuirajući ugovor“ (engl. *self-perfecting agreement*). Ta fraza može biti primjerena u pravnim poretcima koji stjecanje prava s učinkom *inter partes* vežu uz čin sklapanja ugovora, dok njegovu perfektnost (učinak prava *erga omnes*) uvjetuju poduzimanjem dodatne radnje.
[2074] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 559.

pravu stečenim konvencijskim načinom.[2075] Na redoslijed prvenstva ne utječe stjecateljevo znanje o postojanju ranijeg prava stečenog nekonvencijskim načinom.[2076] Prema pravima stečenim nekonvencijskim načinom Ženevska konvencija indiferentna je i kad je riječ o njihovom učinku prema stečajnom upravitelju i stečajnim vjerovnicima. Iako ga ne umanjuje (čl. 14. st. 4. Ženevske konvencije), ne štiti ga kao što to čini kod prava stečenih konvencijskim načinom (čl. 14. st. 1. Ženevske konvencije).[2077] Takav odnos Ženevske konvencije nekonvencijsko pravo može samo donekle ublažiti zaštitivši „nedužnog" stjecatelja i zajamčivši otpornost prava na stečaj. Ono gdje je nekonvencijsko pravo bespomoćno redoslijed je prvenstva, jer ne može osigurati da pravo stečeno nekonvencijskim načinom zadrži mjesto koje je zauzelo.

Ženevska konvencija ne uređuje pretpostavke za valjanost, ireverzibilnost i bezuvjetnost upisa te posljedice neispunjenja tih pretpostavki (*e.g.* djeluje li storno reverzibilnog upisa retroaktivno ili *ex nunc*) već ih prepušta nekonvencijskom pravu i, u mjeri u kojoj to dopušta nekonvencijsko pravo, ugovoru o računu i jedinstvenim pravilima sustava na namiru (čl. 16. Ženevske konvencije).[2078] Po mišljenju *Thévenoza*, takvo uređenje nije nužno, a ne bi bilo ni moguće.[2079] Pravila koja uređuju valjanost pripisa i terećenja ne mogu se ujednačiti dokle god postoji razlika u poimanju naravi prava glede vrijednosnih papira držanih posredstvom intermedijera. Ujednačiti okolnosti koje dopuštaju ili nalažu ispravak te učinke takvog ispravka, koji se bitno razlikuju ne samo od države do države već i među sustavima za poravnanje i namiru, ne bi bilo praktično, a ni potrebno. Neupitni interes imatelja računa izbjeći štetne posljedice koje bi pretrpio oslonivši se na pripis ili terećenje koje se kasnije proglasi ništetnim, poništi ili stornira ne stvara takvu potrebu jer ujednačavanje nije nužno da bi imatelj računa mogao procijeniti ispravnost odnosno bezuvjetnost (*e.g.* namirom transakcije) upisa. S druge

[2075] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 13-5; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 156. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 70. Za kritiku podređivanja prava stečenih nekonvencijskim načinom v. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 472. Po njihovom mišljenju, to može dovesti u pitanje načelo po kojem stvarna prava djeluju *erga omnes*, a obvezna prava *inter partes*.
[2076] LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.80, 4.81(c)
[2077] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 71. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 561.
[2078] Nema zapreke da nekonvencijsko pravo valjanost pripisa uvjetuje valjanošću njegove pravne osnove ili uparivošću s valjanim i ireverzibilnim terećenjem, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-10; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 148. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 556. *Cf.* Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 473. koji dvoje u dopustivost uvjetovanja valjanosti pripisa uparivošću s terećenjem. Za tezu da čl. 16. Ženevska konvencije omogućuje derivativno stjecanje v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 313. Od načina raspolaganja iz čl. 12. Ženevske konvencije, odredba čl. 16. Ženevske konvencije odnosi se samo na zabilježbu jer je valjanost kontrolnog ugovora i „automatskog perfektuiranja" - budući da nije riječ o upisima - uređuje mjerodavno pravo, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 16-10; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 73.
[2079] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 52. – 54.

strane, prepuštanje tih pretpostavki i posljedica *inter alia* nekonvencijskom pravu srozalo je praktičnu vrijednost Ženevske konvencije. Osim što je onemogućilo potpunu harmonizaciju pripisa i terećenja, Ženevsku konvenciju je – po mišljenju *Chuna* – lišilo značenja kod najvažnijih pitanja vezanih uz transakcije s vrijednosnim papirima (*i.e.* je li i, ako da, kad pravo valjano stečeno, može li stjecatelj i, ako da, dokad ostati bez stečenog prava te ovisi li stjecanje o (ne)ispunjenju uvjeta).[2080]

Prepustivši pretpostavke za valjanost, ireverzibilnost i bezuvjetnost upisa te posljedice neispunjenja tih pretpostavki nekonvencijskom pravu, ugovoru o računu i jedinstvenim pravilima sustava na namiru Ženevska konvencija nije dovela u pitanje zaštitu koju pruža „nedužnim" stjecateljima.[2081] Neispravnost ranijeg upisa, za koju stjecatelj u relevantno vrijeme nije znao niti je trebao znati, ne dovodi do toga da pripis ili pravo postane nevaljano, reverzibilno ili da izgubi učinak prema trećima (čl. 18. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije).[2082] Poništaj ili storniranje pripisa provedenog na račun prenositelja nije *per se* razlog za poništaj ili storniranje pripisa provedenog na račun „nedužnog" stjecatelja.[2083] Štiteći „nedužnog" stjecatelja Ženevska konvencija prevenira domino efekt, koji bi negativno utjecao na pravnu sigurnost. Od nedostataka i nesigurnosti povezanih s ranijim transakcijama konvencijsku zaštitu uživaju tzv. daljnji stjecatelji (engl. *onward transferees*), koji u tim transakcijama nisu sudjelovali, o kojima nemaju saznanja i za koje može biti mjerodavno pravo koje ne mogu sa sigurnošću utvrditi.[2084]

Osim posljedica nevaljanog, reverzibilnog i uvjetnog terećenja (čl. 16. Ženevske konvencije), nekonvencijsko pravo i, u mjeri u kojoj to dopušta nekonvencijsko pravo, ugovor o računu i jedinstvena pravila sustava za namiru vrijednosnih papira određuju posljedice neovlaštenog terećenja, neovlaštenog uklanjanja zabilježbe, neovlaštene provedbe zabilježbe (ne dovodeći pritom u pitanje konvencijsku zaštitu „nedužnih" stjecatelja) ili bilo kojeg drugog neovlaštenog raspolaganja (čl. 15. st. 2. Ženevske konvencije).[2085] Činjenica da relevantni intermedijer nije bio ovlašten provesti zabilježbu nije smetnja za stjecanje prava na takav način

[2080] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 67., 73., 111. Slično LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.96; Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 22.
[2081] Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Prel. Cmts Arts. 27 - 28 Rd. 21
[2082] Pripis na prenositeljev račun može biti reverzibilan ako pravo koje je mjerodavno za taj račun zahtijeva uparivanje pripisa i terećenja, a terećenje računa njegovog prenositelja je provedeno bez ovlaštenja, što je on znao ili trebao znati.
[2083] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 54. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 11-10
[2084] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 55., 62. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 173; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.86, 4.97.
[2085] Po mišljenju *Chuna*, nekonvencijsko pravo mjerodavno je i za prosudbu o tome je li u relevantnom trenutku postojalo odgovarajuće ovlaštenje, v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 72.

ako su ispunjene pretpostavke za konvencijsku zaštitu „nedužnih“ stjecatelja.[2086] Na zaštitu može računati i „nedužni“ stjecatelj koji je pravo stekao provedbom zabilježbe, ako je raniji pripis na taj račun neispravan (*i.e.* nevaljan ili reverzibilan).[2087] Nekonvencijsko pravo, koje propisuje posljedice neovlaštenog terećenja, ne može dovesti u pitanje konvencijsku zaštitu „nedužnog“ stjecatelja koji je pravo stekao pripisom na svoj račun vrijednosnih papira, čak ni ako bi to zahtijevalo uparivanje pripisa i terećenja, a potonje bi – zbog provedbe bez ovlaštenja - bilo nevaljano.[2088] Valjanost i ireverzibilnost takvog pripisa ne ovise o pravnoj sudbini terećenja provedenog bez ovlaštenja niti na nju mogu utjecati. Posljedice neovlaštenog terećenja mogu se razlikovati ovisno o prosudbi pravne naravi posredovanih vrijednosnih papira.[2089] U – *Thévonezovim* riječima – pravnim poretcima „direktnog vlasništva“, u kojima terećenje nema konstitutivan učinak na gubitak prava, ništetnost neovlaštenog terećenja ne znači da je imatelj terećenog računa zadržao svoje (stvarno) pravo ako ga je stekao „nedužni“ stjecatelj. S druge strane, u – *Thévenozovim* riječima – pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina“, u kojima terećenje konstitutivno djeluje na gubitak prava, ništetnost neovlaštenog terećenja obvezuje intermedijera na uspostavu stanja *quo ante* provedbom pripisa u korist neovlašteno terećenog računa vrijednosnih papira.

Kod raspolaganja na način iz njezinog čl. 12., Ženevska konvencija izrijekom zahtijeva konsensualnu pravnu osnovu. Riječ je o ugovoru imatelja računa sa stjecateljem ili u njegovu korist (čl. 12. st. 1. t. (a) Ženevske konvencije). Za razliku od pripisa, zabilježba nije dovoljna za stjecanje. Ugovor je potreban, ne samo kod stjecanja upisom, već i ako do stjecanja dolazi kontrolnim ugovorom. Osim što je potreban, taj ugovor je dovoljan kad je stjecatelj relevantni intermedijer. Pretpostavke za valjanost ugovora i pravne posljedice neispunjenja tih pretpostavki u domeni su nekonvencijskog prava.[2090] Okolnosti u kojima prisilno pravo radi osiguranja na posredovanim vrijednosnim papirima, koje ne počiva na konsensualnoj pravnoj osnovi, može nastati i djelovati *erga omnes* određuje mjerodavno pravo (čl. 12. st. 8. Ženevske konvencije). Kod raspolaganja na način iz čl. 11. Ženevske konvencije, ni nekonvencijsko

[2086] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-23
[2087] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-25
[2088] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 15-26; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 83. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475.
[2089] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 168. O drugačijim posljedicama neovlaštenog terećenja u različitim pravnim poretcima v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 423.
[2090] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-18

pravo ni pravo koje se primjenjuje u stečaju ne može učinak takvog raspolaganja prema trećima uvjetovati konsensualnom pravnom osnovom.[2091]

Kod raspolaganja na način iz njezinog čl. 12., Ženevska konvencija ne inzistira na striktnoj primjeni načela specijaliteta. Osim posredovanih vrijednosnih papira, predmet raspolaganja može biti račun vrijednosnih papira (čl. 12. st. 4. t. (a) Ženevske konvencije) ili određena kategorija, količina, udio ili vrijednost posredovanih vrijednosnih papira koji se zateknu na tom računu (čl. 12. st. 4. t. (b) Ženevske konvencije). Raspolažući računom vrijednosnih papira raspolaže se svim posredovanim vrijednosnim papirima koji su u tom trenutku na računu. Omogućivši raspolaganje određenom količinom ili vrijednošću posredovanih vrijednosnih papira Ženevska konvencija ostavlja prostor „lebdećem" založnom pravu (engl. *floating charge*).[2092] Državama ugovornicama koje pridaju veću važnost načelu specijaliteta Ženevska konvencija dopušta da nekonvencijskim pravom suze krug mogućih predmeta raspolaganja tako što neke od njih isključe ili podvrgnu ograničenjima. Država ugovornica može izjaviti da se po njezinom nacionalnom pravu ne može raspolagati računom vrijednosnih papira ni / ili određenom kategorijom, količinom, udjelom ili vrijednošću posredovanih vrijednosnih papira na tom računu (čl. 12. st. 5. t. (c) Ženevske konvencije). Osim toga, država ugovornica može izjaviti da se po njezinom nacionalnom pravu određenom kategorijom, količinom, udjelom ili vrijednošću posredovanih vrijednosnih papira na tom računu može raspolagati samo uz određene izmjene navedene u toj izjavi (čl. 12. st. 5. t. (d) Ženevske konvencije).

Za razliku od pripisa i terećenja, načini iz čl. 12. Ženevske konvencije omogućuju višekratno raspolaganje posredovanim vrijednosnim papirima.[2093] Korištenjem te mogućnosti nastaju konkurirajuća prava, koja mogu biti iste ali i različite vrste i koja se pozicioniraju na različita mjesta u redoslijedu prvenstva.

[2091] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 70.

[2092] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-15

[2093] Sukcesivnim pripisima na različite račune vrijednosnih papira ne nastaju konkurirajuća prava. Da bi si konkurirala, prava se trebaju ticati istih posredovanih vrijednosnih papira, a time i istog računa vrijednosnih papira. Iz tog razloga, pravila o redoslijedu prvenstva iz čl. 19. Ženevske konvencije ne primjenjuju se na prava koja su učinak *erga omnes* stekla na način iz čl. 11. Ženevske konvencije. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-1; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 65. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 108. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 65., 92. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 182. *Contra* Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 186. Po mišljenju *Steinera*, Ženevska konvencija ne isključuje mogućnost da pravima stečenim pripisom konkuriraju ranije zasnovana prava.

Nema zapreke da ograničenom stvarnom pravu konkurira pravo stečeno prijenosom. Prijenos prava nužno ne isključuje mogućnost daljnjeg raspolaganja tim pravom, bilo ponovnim prijenosom ili zasnivanjem ograničenog stvarnog prava.[2094] Jedini ograničavajući faktor svrha je raspolaganja. Posredovane vrijednosne papire imatelj računa može više puta prenijeti samo radi osiguranja. Bezuvjetnim prijenosom imatelj računa ostaje bez ovlaštenja za daljnje raspolaganje pa posredovane vrijednosne papire – koji mu više ne pripadaju neovisno što se nalaze na njegovom računu - ne može ponovno prenijeti niti ih može opteretiti ograničenim stvarnim pravom.[2095] Prava se u takvom slučaju putativni stjecatelj ne može dokopati čak ni ako za izostanak ovlaštenja ne zna niti bi trebao znati (čl. 18. st. 6. Ženevske konvencije). Ako imatelj računa bezuvjetno prenese posredovane vrijednosne papire nakon što ih je opteretio pravima radi osiguranja, stjecatelj ih stječe opterećene pa je prisiljen trpjeti ostvarenje prava radi osiguranja.[2096] U tom slučaju ranije zasnovana prava radi osiguranja konkuriraju kako međusobno tako i s kasnije zasnovanim pravom stečenim bezuvjetnim prijenosom.

Redoslijed prvenstva formira se u većini slučajeva prema načelu *prior tempore, potior iure*. U tim slučajevima mjesta u redoslijedu prvenstva prava zauzimaju kronološki prema vremenu stjecanja učinka *erga omnes*.[2097] Relevantno, stoga, može biti vrijeme sklapanja ugovora o zasnivanju prava u korist relevantnog intermedijera (čl. 19. st. 3. t. (a) Ženevske konvencije), vrijeme provedbe zabilježbe na računu vrijednosnih papira (čl. 19. st. 3. t. (b) Ženevske konvencije) kao i vrijeme sklapanja (trostranog) kontrolnog ugovora ili intermedijerovog primitka obavijesti o sklapanju dvostranog kontrolnog ugovora (čl. 19. st. 3. t. (c) Ženevske konvencije). Stjecateljevo znanje o postojanju ranijeg takvog prava ne igra ulogu.[2098]

U iznimnim slučajevima redoslijed prvenstva ne odražava kronologiju stjecanja učinka *erga omnes*. Zbog identiteta stjecatelja ili načina raspolaganja prava nužno ne zauzimaju mjesta kako stječu takav učinak, jedno za drugim. Riječ je o slučajevima kad je jedan od konkurenata relevantni intermedijer, potom kad je jedno od konkurirajućih prava učinak *erga omnes* steklo

[2094] O tome v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 114., 117. O nekonvencijskom pravu ovisi može li imatelj računa pravo koje je već prenio na neki od načina iz čl. 12. Ženevske konvencije ponovno prenijeti.
[2095] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-11; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 88. Iznimka vrijedi u slučaju bezuvjetnog prijenosa kontrolnim ugovorom i naknadnog raspolaganja zabilježbom u slučaju kad je država ugovornica izjavila da po njezinom nekonvencijskom pravu prava stečena zabilježbom imaju prednost pred pravima stečenim kontrolnim ugovorom. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-16; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 88.
[2096] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-11; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 65.
[2097] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-10; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 30 Rd. 6; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 109. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 86.
[2098] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 155.

nekonvencijskim načinom te, naposlijetku, kad pravu koje je učinak *erga omnes* steklo kontrolnim ugovorom konkurira pravo koje je učinak *erga omnes* steklo zabilježbom ako uz zabilježbu nekonvencijsko pravo, sukladno izjavi države ugovornice iz čl. 19. st. 7. Ženevske konvencije, veže jači učinak nego uz kontrolni ugovor. Razlozi za odstupanje od načela *prior tempore, potior iure* su zaštita prava stjecatelja kojem je intermedijer prešutio postojanje vlastitog prava, privilegiranje konvencijskih načina raspolaganja spram nekonvencijskih i honoriranje ograničenog publiciteta koji omogućuje zabilježba.

Sraz ranijeg prava intermedijera, koje je učinak *erga omnes* steklo na način iz čl. 12. Ženevske konvencije, i kasnijeg prava druge osobe koje je učinak *erga omnes* steklo intermedijerovom provedbom zabilježbe ili njegovim sklapanjem kontrolnog ugovora, prvi je od tih slučajeva. Unatoč tome što je ranije, pravo intermedijera zauzima slabije mjesto u redoslijedu prvenstva od kasnijeg prava druge osobe ako ta druga osoba i intermedijer nisu izrijekom ugovorili drugačije (čl. 19. st. 4. Ženevske konvencije).[2099] Podređenost intermedijerovog prava posljedica je nemogućnosti druge osobe da sazna za intermedijerovo pravo ako joj ga on ili imatelj računa ne priopći.[2100] Redoslijed prvenstva u rukama je intermedijera. Želi li da njegovo pravo zadrži mjesto koje zauzima, može onemogućiti da pravo druge osobe stekne učinak *erga omnes* odbivši provesti zabilježbu odnosno sklopiti kontrolni ugovor ili ishoditi izričiti pristanak druge osobe da njezino pravo zauzme mjesto iza intermedijerovog.[2101] Omogućujući da pravo druge osobe, koja nije dala takav pristanak, stekne učinak *erga omnes*, relevantni intermedijer podređuje svoje pravo tom pravu.

Drugi takav slučaj odnosi se na sraz ranijeg prava koje je učinak *erga omnes* steklo na način propisan nekonvencijskim pravom i kasnijeg prava koje je učinak *erga omnes* steklo na neki od načina iz čl. 12. Ženevske konvencije. Osim ako drugačije proizlazi iz odredaba čl. 19. st. 5. ili čl. 20. Ženevske konvencije, pravo koje je učinak *erga omnes* steklo konvencijskim načinom preskače u redoslijedu prvenstva pravo koje je takav učinak steklo nekonvencijskim

[2099] Za kritiku te odredbe v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.64(5). *Yates* i *Montagu* kritiziraju očekivanje od intermedijera da se uključi u pregovore oko odnosa koji ga se suštinski ne tiče.
[2100] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-13; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 109. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 87. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 66. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 572.
[2101] Za oprečni pristup u američkom pravu *supra*. O tome i Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 109. – 110. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 93. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 87.

načinom (čl. 19. st. 2. Ženevske konvencije).[2102] Stjecateljevo znanje o postojanju ranijeg takvog prava ne igra ulogu.[2103]

Treći takav slučaj tiče se sraza ranijeg prava koje je učinak *erga omnes* steklo kontrolnim ugovorom i kasnijeg prava koje je učinak *erga omnes* steklo zabilježbom kad nekonvencijsko pravo stjecanju zabilježbom daje prednost u odnosu na stjecanje kontrolnim ugovorom. Pod uvjetom da je država ugovornica to obilježje nekonvencijskog prava objavila izjavom, pravo koje je učinak *erga omnes* steklo zabilježbom preskače u redoslijedu prvenstva pravo koje je takav učinak steklo kontrolnim ugovorom (čl. 19. st. 7. Ženevske konvencije).[2104] Preskakanje opravdava veća dostupnost podatka o pravu zasnovanom zabilježbom nego o pravu zasnovanom kontrolnim ugovorom.[2105] Za razliku od potonjeg, podatak o pravu zasnovanom zabilježbom evidentira se na računu vrijednosnih papira i sastavni je dio potvrde o stanju na tom računu.[2106] Ranije stjecanje učinka *erga omnes* ne igra ulogu ako je kasnije pravo učinak *erga omnes* steklo na način koji omogućuje da se za njega lakše sazna. Pa ipak, ni pod tim uvjetom činjenica da je učinak *erga omnes* steklo zabilježbom nije dovoljna da pravo relevantnog intermedijera zadrži mjesto u redoslijedu prvenstva ako on kasnije sklopi kontrolni ugovor i time omogući pravu druge osobe da stekne učinak *erga omnes* ne obavijestivši je pritom o svom ranijem pravu.[2107]

Nositeljima konkurirajućih prava Ženevska konvencija ne uskraćuje mogućnost sporazumnog mijenjanja propisanog redoslijeda prvenstva (čl. 19. st. 6. Ženevske konvencije). Budući da djeluje *inter partes*, takav sporazum stranama omogućuje zamjenu mjesta koja njihova prava zauzimaju. Njegovim sklapanjem strane ne mogu izmjestiti pravo osobe koja ga

[2102] Iznimka se odnosi na nužna (*i.e.* nedobrovoljna) prava radi osiguranja na posredovanim vrijednosnim papirima (čl. 19. st. 5. Ženevske konvencije) i prava koja je u korist trećih intermedijer zasnovao na način iz čl. 13. Ženevske konvencije (čl. 20. st. 1. Ženevske konvencije). Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 184.

[2103] Za raspravu o tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 85., 86. Ako bi pravo koje je učinak *erga omnes* steklo nekonvencijskim načinom bilo jasno vidljivo ili lako utvrdivo, *Chun* smatra da bi bilo razumno dati mu prednost pred pravom nepoštenog stjecatelja, koje je učinak *erga omnes* steklo konvencijskim načinom.

[2104] Za razliku od pravila iz čl. 19. st. 4. Ženevske konvencije, koje se primjenjuje ako ga relevantni intermedijer ne deaktivira ugovorom, pravilo iz čl. 19. st. 7. Ženevske konvencije primjenjuje se ako ga država ugovornica aktivira izjavom.

[2105] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-30; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 143. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 67., 87. – 88. Znakovit je posve oprečan pogled švicarskog zakonodavca i prateće doktrine. Za razliku od kontrolnog ugovora, u švicarskom pravu zabilježba ne spada u zakonom propisane načine raspolaganja knjižnim efektima. Jedan od razloga njezina je zanemariva dodatna vrijednost jer ne omogućuje efikasno publiciranje stečenog prava. S druge strane, kao *ratio legis* kontrolnog ugovora navodi se, *inter alia*, ispravljanje nedostatka publiciteta. O tome v. Eigenmann, Antoine, *op.cit*. (bilj. 213), Prel. Cmts Arts. 24 - 26 Rd. 34, Art. 25 Rd. 6; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 300.

[2106] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-29

[2107] Drugim riječima, pravilo o redoslijedu prvenstva iz čl. 19. st. 3. Ženevske konvencije ima prednost pred pravilom iz čl. 19. st. 7. Ženevske konvencije.

nije sklopila. Neovisno o takvom sporazumu, to pravo i dalje zauzima mjesto na koje ga stavljaju konvencijska pravila o redoslijedu prvenstva. O mjerodavnom pravu ovisi mogu li mjestom u redoslijedu prvenstva slobodno disponirati nositelji prisilnog prava radi osiguranja.[2108]

Konkurirati si mogu samo prava koja su nastala na neki od načina iz čl. 12. Ženevske konvencije. Da bi bila konkurirajuća, prava se trebaju ticati istog računa vrijednosnih papira. Prava koja nastanu pripisom na drugi račun ne mogu, stoga, konkurirati pravima nastalim u svezi s terećenim računom.[2109]

Ženevskoj konvenciji nije promaklo pitanje konačnosti u sustavima za poravnanje ili namiru. Želeći je osigurati, Ženevska konvencija štiti pojedine odredbe jedinstvenih pravila tih sustava od pravnih posljedica otvaranja stečaja nad operaterom ili članom sustava.[2110] Zaštitu uživaju odredbe tih pravila koje ne dopuštaju opoziv naloga člana sustava (čl. 27. t. (a) Ženevske konvencije), odnosno poništaj ili storniranje upisa na račun vrijednosnih papira (čl. 27. t. (b) Ženevske konvencije). O pravu mjerodavnom za sustav ovisi mogu li uopće jedinstvenim pravilima uređivati takva pitanja i, ako mogu, koji je doseg takvih odredaba.[2111] Zaštita se postiže onemogućavanjem primjene prisilnih odredaba stečajnog prava, koje bi – radi očuvanja i ravnomjerne raspodjele stečajne mase - neopozive naloge učinile opozivim, a provedene upise poništivim ili reverzibilnim.

Osim naloga za otuđenje posredovanih vrijednosnih papira, Ženevska konvencija štiti naloge za plaćanje povezane sa stjecanjem ili otuđenjem posredovanih vrijednosnih papira. Zaštita vrijedi samo ako je neopozivost naloga nastupila u skladu s jedinstvenim pravilima prije otvaranja stečajnog postupka.[2112] Pojmovi „nalog“ (engl. *instruction*) i „opoziv“ (engl. *revocation*) te fraza „neopozivo unesen“ (engl. *entered irrevocably*) tumače se ekstenzivno.[2113] Pojam „nalog“ tako obuhvaća svaki ugovoreni vid komunikacije prema sustavu za poravnanje ili sustavu za namiru odnosno u okviru tog sustava radi otuđenja posredovanih vrijednosnih papira ili plaćanja u svezi sa stjecanjem ili otuđenjem posredovanih vrijednosnih papira. Pojam

[2108] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-15
[2109] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 19-1; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 65. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 108. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 85. – 86.
[2110] Takvu zaštitu *Kanda et al.* smatraju nužnom zbog neprimjerenih posljedica primjene nacionalnog stečajnog prava i pojedinih odredaba Ženevske konvencije, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-3.
[2111] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 55. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-11; Nema zapreke da mjerodavno pravo predvidi mogućnost opoziva inače (u slučaju stečaja operatera ili člana sustava) neopozivih naloga u slučajevima prijevare ili počinjenja kaznenih djela.
[2112] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-23, 27-28
[2113] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-20 - 27-21

„opoziv“ označava jednostrano očitovanje volje člana sustava (ili nekog koji nastupa za njegov račun), koje je uputio sustavu s ciljem da osujeti izvršenje uredno danog naloga ili da ishodi brisanje takvog naloga iz sustava. Taj pojam, stoga, ne obuhvaća ni konsensualni opoziv, koji je rezultat izričitog sporazuma svih zainteresiranih strana, ni opoziv koji je inicirao operater sustava zbog ispunjenja pretpostavki propisanih jedinstvenim pravilima (*e.g.* zbog nedovoljnog pokrića na računu člana).[2114] Zaštitu neopozivih naloga Ženevska konvencija vremenski ne ograničava (*e.g.* uvjetujući je izvršenjem naloga do kraja dana kad je unesen u sustav).[2115]

Osim pripisa vrijednosnih papira na račun odnosno terećenja računa za vrijednosne papire, Ženevska konvencija štiti i provedbu zabilježbe na račun vrijednosnih papira odnosno uklanjanje zabilježbe s takvog računa. Zaštita vrijedi samo ako je valjanost odnosno ireverzibilnost upisa nastupila u skladu s jedinstvenim pravilima sustava za namiru prije otvaranja stečajnog postupka.[2116] I pojmovi „poništaj“ (engl. *invalidation*) i „storniranje“ (engl. *reversal*) tumače se ekstenzivno. Ti pojmovi obuhvaćaju svaki vid stavljanja izvan snage, otkaza ili razvrgnuća pripisa na račun vrijednosnih papira odnosno terećenja računa vrijednosnih papira te provedbe odnosno uklanjanja zabilježbe temeljem odredbe koja se primjenjuje u stečajnom postupku.[2117] Ženevska konvencija ne štiti članove sustava od zahtjeva za restituciju imovine, koji se ostvaruju izvan sustava i koji ne remete njegovo uredno funkcioniranje (*e.g.* zahtjeva stečajnog upravitelja koji su posljedica uspješnog pobijanja radnji u stečaju).[2118]

Nužna (*i.e.* nedobrovoljna) prava radi osiguranja, poput zakonskog založnog prava (engl. *statutory lien*), na posredovanim vrijednosnim papirima izvan su dosega Ženevske konvencije.[2119] Okolnosti u kojima takva prava mogu nastati i steći učinak *erga omnes* te mjesto koje takva prava zauzimaju u redoslijedu prvenstva pitanja su na koja odgovore valja tražiti u pravu koje je za njih mjerodavno (čl. 12. st. 8. i čl. 19. st. 5. Ženevske konvencije).

8 Zaštita kvalificiranih stjecatelja prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira

Odlika tržišta vrijednosnih papira prevlast je načela zaštite povjerenja u pravnom prometu (engl. *principle of security of transfer*; *negotiation principle*) pred inače dominantnim

[2114] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-22
[2115] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-21
[2116] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-23, 27-28
[2117] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-29
[2118] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 27-31
[2119] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 12-5, 19-14; Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 192. *et seq*.

vindikacijskim načelom (engl. *principle of security of title*; *derivation principle*).[2120] Većina pravnih poredaka stjecatelju, koji se kvalificira ispunjenjem određenih uvjeta (*e.g.* poštenjem prilikom stjecanja), omogućuje stjecanje više prava glede vrijednosnih papira nego što ih je prenositelj imao odnosno bio ovlašten prenijeti.[2121] Imatelji prava, koja su im mimo njihove volje oduzeta ili ograničena, u podređenom su položaju spram kvalificiranih stjecatelja tih prava odnosno ograničenih stvarnih prava na tim pravima. Inferiornost vindikacijskog načela posljedica je važnosti koju za vrijednosne papire ima prenosivost.[2122] Geneza vrijednosnih papira, kao isprava koje utjelovljuju prava s kojima su neraskidivo povezane, rezultat je nastojanja da se omogući ili pospješi prijenos tih prava.[2123] Vrijednosni papiri ne bi nastali da su prava bila *per se* prenosiva, odnosno da je način na koji su se ta prava mogla prenijeti pružao dovoljnu zaštitu primateljima. Ulagatelje u vrijednosne papire ne privlače samo plodovi i koristi

[2120] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1462. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 674. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 352. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 60. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 84. Za ta dva suprotstavljena načela v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.52; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.22; LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.73; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.9 – 5.10; Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 296. – 297. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 64. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 139.

[2121] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 151., 172. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.11; Za prava država članica EU v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.138; EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 15. Za američko pravo v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1462. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 674. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 352. Za švicarsko pravo v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 181 *et seq*. Za belgijsko pravo v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 68., 83.

[2122] *Benjamin* (Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 1.20) navodi da je prenosivost esencijalna karakteristika vrijednosnih papira. Slično i LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.75. *Micheler* (Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 131.) vrijednosne papire naziva „cirkulirajućim pravima" (engl. *circulating rights*). U engleskoj pravnoj književnosti s prijelaza iz 19. u 20. stoljeće negocijabilni instrumenti, poput mjenica, nazivaju se pokretnim pravima (engl. *ambulatory rights*). O tome v. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 143. Micheler, Eva, Farewell quasy-negotiability? Legal title and transfer of shares in a paperless world, Journal of Business Law, 2002 (dalje u tekstu: Micheler, Eva, Farewell, str. 364.

[2123] U engleskom i američkom pravu reifikacija je omogućila prijenos tražbina u vrijeme kad, zbog kolizije s pravnim poretkom, takav prijenos načelno nije bio dopušten. Za englesko pravo v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.09, 3.22, 13.28. Za američko pravo v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 305. Guttman, Egon; Lemke, Thomas P., *op.cit*. (bilj. 15), str. 407. U njemačkom, austrijskom i švicarskom pravu reifikacija je omogućila zaštitu poštenih stjecatelja prava na vrijednosnim papirima, koja nije dostupna poštenim stjecateljima tražbina. Za njemačko, austrijsko i švicarsko pravo v. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 141. – 142. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. *et seq*. Micheler, Eva, English and German, *op.cit*. (bilj. 166), str. 273. *et seq*. Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 607., 612. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 47. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 7; Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 369. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 7. *et. seq*. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 65 *et seq*. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 8. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 49. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 46. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 61. To vrijedi i u engleskom pravu, u kojem je – za razliku od njemačkog, austrijskog i švicarskog prava – reifikacija provedena samo kod vrijednosnih papira na donositelja. O tome v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.26. O razlici onoga što je provedeno u engleskom pravu i reifikacije u punom smislu, koja je provedena u njemačkom pravu v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 66. Za tezu da englesko pravno nije prihvatilo teoriju reifikacije v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 31. O uvođenju tzv. *litteralita* načela i posljedičnom favoriziranju provedbe transakcija nauštrb njihove sigurnosti v. EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 13. Utjelovljenje ulagateljevih prava u isprave, koje je omogućilo zaštitu poštenih stjecatelja i time uklonilo nedoumice glede valjanosti stjecanja i sadržaja stečenih prava, *Thévenoz* ubraja među ključne inovacije na modernim tržištima kapitala, v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 2. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 4.

utjelovljenih prava – kojih se u većini slučajeva mogu domoći stjecanjem takvih prava koja nisu utjelovljena u isprave – već i mogućnost brzog i jednostavnog otuđenja ili opterećenja ukaže li se za to povoljna prilika ili potreba.[2124] Uzme li se da namjera raspolaganja prednjači pri formiranju stjecateljeve pravnorelevantne volje, dominaciju načela zaštite povjerenja u pravnom prometu opravdava svrha i smisao postojanja vrijednosnih papira.[2125]

Ma koliko bilo otegotno za imatelje, privilegiranje kvalificiranih stjecatelja u interesu je tržišta kao cjeline pa onda, posredno, i svih njegovih sudionika.[2126] Tržište vrijednosnih papira ne može optimalno funkcionirati ako (kvalificirani) stjecatelji snose rizik pravnih nedostataka.[2127] Za funkcionalnost tržišta nužna je mogućnost brzog sklapanja transakcija i konačnost namire sklopljenih transakcija. Suočen s prijetnjom pravnih nedostataka, putativni stjecatelj može, ili odgoditi sklapanje transakcije do provedbe odgovarajućih provjera namijenjenih uklanjanju rizika ili uračunavši rizik znatno smanjiti cijenu po kojoj je spreman sklopiti transakciju. Ni jedna od alternativa nije poželjna.

Kod stjecanja na uređenom tržištu provjere prenositeljevog prava odnosno ovlaštenja za raspolaganje u pravilu nije moguće provesti. Nemogućnost je posljedica impersonalnosti i anonimnosti kod sklapanja transakcija te multilateralnog obračuna kod njihovog poravnanja.[2128] Kad bi iznimno takve provjere bile moguće, njihova provedba bila bi vremenski

---

[2124] Po mišljenju *Schroeder* (Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 353.), najbolji način da se nekog potakne na sudjelovanje na tržištu vrijednosnih papira je tako da mu se zajamči lagani izlaz s tržišta. O većoj spremnosti ulagatelja steći vrijednosne papire za koje postoji likvidno sekundarno tržište v. Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 145. O likvidnosti kao čimbeniku vrijednosti financijske imovine v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 60., 149. S druge strane, *Facciolo* (Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 643.) upozorava da se, intenzivirajući zaštitu stjecatelja, pogoduje onom dijelu njih koji čine aktivni trgovci nauštrb onog dijela u koje spadaju dugoročni ulagatelji.

[2125] Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 147. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 389. Ako ulagatelji vrijednosne papire ne stječu da bi ih držali (do dospijeća) već da bi njima mogli brzo i jednostavno raspolagati, prevlast načela zaštite povjerenja u pravnom prometu nužna je za ostvarivanje svrhe takvog stjecanja.

[2126] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 352., 355., 496. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1522., 1530., 1540. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 673. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.77; Interes svih sudionika postaje razvidan uzme li se u obzir - ne pojedina transakcija već - trgovanje kao aktivnost u kojoj se uloge mijenjaju. Zaštićeni stjecatelj iz jedne transakcije u drugoj može nastupiti u ulozi onog koji je ostao bez prava ili morao prihvatiti podređivanje svog prava u redoslijedu prvenstva i *vice versa*. Podređeni položaj imatelji kompenziraju većom utrživošću svojih prava i, posljedično, višom cijenom koju mogu postići na tržištu. Iako ih izvrgava riziku propasti njihovog intermedijera, ulagatelje zaštita stjecatelja štiti od posljedica propasti tuđeg intermedijera. O nespornoj potrebi zaštite tržišta vrijednosnih papira i njihovih sudionika v. i Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 151.

[2127] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 168. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.110; Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 29; Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 495. – 496. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 212. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 148. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-057; O zaštiti stjecatelja kao pretpostavci tržišne likvidnosti v. Guttman, Egon; Lemke, Thomas P., *op.cit*. (bilj. 15), str. 400. *Contra* Rogers, James S., Negotiability, *op.cit*. (bilj. 704), str. 480.

[2128] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 353. Po njezinom mišljenju, kod takvih transakcija, stjecatelj „ne kupuje od konkretnog prodavatelja već s tržišta“. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-9; Foëx,

vrlo zahtjevna i, kao takva, nespojiva s dinamikom tržišta vrijednosnih papira i očekivanjima njegovih sudionika.[2129] Čak ni kod stjecanja izvan uređenog tržišta - kad je stjecatelju poznat identitet prenositelja - provjere nisu nužno svrhovite jer se temelje na pouzdanju u intermedijera, čije evidencije mogu kriti dokaz o konkurirajućem pravu ili sadržavati neispravni upis.[2130] Stjecatelja se, stoga, ne može obvezati da samoinicijativno i bez posebnog razloga provodi takve provjere niti se neprovedba takvih provjera može uzeti kao dokaz njegovog nepoštenja ili nepažnje.[2131]

Sekundarno trgovanje uz diskont nije poželjno *inter alia* zbog negativnog utjecaja na primarno tržište. Prijeteći rizik pravnih nedostataka na sekundarnom tržištu doveo bi do toga da izdavatelj - koji vrijednosne papire izdaje radi prikupljanja kapitala - ostane prikraćen za puni iznos koji odražava fundamentalnu vrijednost izdanih vrijednosnih papira.[2132]

U odnosu na konkretnog stjecatelja, rizik nužno ne nestaje namirom transakcije. Pokaže li se *ex post facto* da zbog pravnog nedostatka putativni stjecatelj pravo nije mogao steći, ni transakcija koja je provedena radi takvog stjecanja nije se mogla uspješno namiriti. Izvrgnutost stjecatelja latentnom riziku pravnih nedostataka smetnja je za tzv. transakcijsku konačnost (engl. *transaction finality*).[2133] Mogućnost razvrgavanja namirenih transakcija – osim što šteti

---

Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 35; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 685; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 184; LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.78; Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1532. Rogers, James S., Property and Contract: Toward a Clearer Understanding of the Hague Convention on the Law Applicable on Certain Rights in Respect of Securities, International Symposium on Hague Securities Convention (2004) (u daljnjem tekstu: Rogers, James S., Property and Contract), str. 13. – 14. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 151. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 235. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 307. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 147. – 148., 224., 487. O obračunu uz sudjelovanje središnje druge ugovorne strane v. Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.115. Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi, *op.cit*. (bilj. 9), str. 562. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 173.(b). Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 81. – 82., 643. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-053.

[2129] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 13. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.4; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 487. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-020, 18-057; O negativnim posljedicama provedbe takvih provjera na učinkovitost tržišta v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-9; LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.110; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 212.

[2130] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-10

[2131] v. čl. 17. t. (b)(ii) Ženevske konvencije. LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.72(3), 1.78; LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.110; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.29; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-9 - 17-10; *Rogers* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1532.) smatra da bi obvezivanje onih koji stječu od intermedijera da *ex ante* provjere krše li intermedijeri time prava svojih klijenata štetilo interesima potonjih, jer im intermedijeri ne bi mogli pružati usluge koje oni od njih očekuju. Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 35; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 101., 151. Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga druga: Društva kapitala, Svezak 1.: Dioničko društvo, Zagreb, 2020., str. 362. – 363.

[2132] Micheler, Eva, *op.cit*. (bilj. 213), str. 146.

[2133] O transakcijskoj odnosno građanskopravnoj konačnosti podrobnije v. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 20 Rd. 11; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 329; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 95. Pravni nedostatak mogao bi dovesti do restitucije ispunjenja ugovorom preuzetih obveza. Njegovim uklanjanjem stvaraju se pretpostavke da svaka ugovorna strana zadrži ono što je primila. O ogromnom značenju zaštite stjecatelja za konačnost na financijskim tržištima v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 96. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 75., 135. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 296. *et seq*.

interesima stjecatelja - potencijalni je uzrok sistemskog rizika.[2134] Osiguravajući konačnost namire, zaštita kvalificiranih stjecatelja - osim što je u interesu tržišta i njegovih sudionika - u javnom je interesu.

Kad je riječ o posredno držanim vrijednosnim papirima, zaštita kvalificiranih stjecatelja ne znači nužno da će imatelji, kojima su prava oduzeta ili ograničena mimo njihove volje, pretrpjeti štetu koja im neće biti nadoknađena.[2135] Pravna sudbina pojedinog imatelja ovisi o intermedijerovoj odgovornosti za protupravno oduzimanje ili ograničavanje prava (*e.g.* zbog izvršavanja krivotvorenog naloga) i sposobnosti odgovornog intermedijera da o svom trošku pribavi pokriće za stornirano terećenje, odnosno da – ako zbog uparivanja s pripisom terećenje ne bi bilo stornirano – nadoknadi imatelju pretrpljenu štetu.

Zaštita stjecatelja u većini pravnih poredaka ovisi o kumulativnom ispunjenju dva uvjeta, od kojih se jedan tiče osobe stjecatelja, a drugi transakcije koja rezultira stjecanjem.[2136]

Uvjet za zaštitu je, u većini slučajeva, naplatnost stjecanja. Osim kad je predmet stjecanja ograničeno stvarno pravo radi osiguranja, stjecatelji koji nisu ispunili protučinidbu načelno je ne zavređuju.[2137] Pravni poretci koji štite i takve stjecatelje spadaju među iznimke.[2138]

Osim naplatnosti stjecanja, uvjet za zaštitu odlika je stjecatelja koja opravdava njezino pružanje. Na pitanje o kojoj odlici je riječ pravni poretci ne nude jednoznačan odgovor.[2139] Opravdanje za zaštitu u nekim pravnim poretcima stjecateljevo je poštenje. Drugi pravni poretci – umjesto ili povrh poštenja – zahtijevaju neznanje odnosno neobaviještenost o pravnom nedostatku. Neki pravni poretci ni stjecateljima koji znaju za pravni nedostatak ili su o njemu obaviješteni ne uskraćuju zaštitu ako ne djeluju u koluziji s onim koji raspolaže s ciljem kršenja

[2134] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 674. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1461. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 151. Integritet sustava pretpostavlja stjecanje prava kojim se pouzdano može dalje raspolagati. Razvrgavanje jedne transakcije može imati domino efekt.
[2135] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 156. – 157.
[2136] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.74
[2137] Za Ženevsku konvenciju v. čl. 18. st. 3; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18 - 12. Za švicarsko pravo v. čl. 29. st. 1. FISA; Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 29; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 182; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 674 *et seq*.
[2138] Austrijsko pravo, koje u drugim okolnostima zaštitu uvjetuje naplatnošću stjecanja (čl. 367. st. 1. ABGB), poštene stjecatelje novca i vrijednosnih papira na donositelja štiti čak i ako su ih stekli besplatno. O tome v. Eccher, Bernhard, *op.cit*. (bilj. 1704), § 367 Rd. 3, § 371 Rd. 3; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 55. Švicarsko pravo zaštitu načelno ne uvjetuje naplatnošću stjecanja pa je takav uvjet kod stjecanja knjižnih efekata iznimka od pravila. O tome v. Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 24; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 182; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 674.
[2139] Ni unutar pojedinog pravnog poretka doktrina nije jedinstvena po tom pitanju. Za raspravu u američkoj pravnoj književnosti o (ne)važnosti načina na koji je taj uvjet artikuliran v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1530. – 1531.

prava treće osobe. Ni odnos poštenja i neznanja odnosno neobaviještenosti o pravnom nedostatku nije u svim pravnim poretcima jednak.[2140] Dok ih neki poistovjećuju, drugi ih smatraju različitim pretpostavkama koje treba kumulativno ispuniti. Pravni poretci, koji zaštitu uvjetuju neznanjem odnosno neobaviještenošću o pravnom nedostatku, mogu se razlikovati po tome vežu li gubitak zaštite uz stvarno ili presumirano znanje i, u potonjem slučaju, presumiraju li znanje već kod obične nepažnje ili tek kod namjere ili krajnje nepažnje.[2141] Većina pravnih poredaka zaštitu putativnim stjecateljima uskraćuje zbog presumiranog znanja, koje je posljedica barem krajnje nepažnje, ako već ne i namjere.[2142] Za gubitak zaštite nije potrebno stvarno znanje, ali nije dovoljna ni obična nepažnja. Pravni poretci odnosno izvori razlikuju se i po tome na što se poštenje odnosno neznanje ili neobaviještenost odnosi. Dok je kod nekih to pravo onoga koji raspolaže na predmetu raspolaganja (*e.g.* njemački i austrijski) ili ovlaštenje za takvo raspolaganje (*e.g.* njemački, austrijski i švicarski), kod drugih je to kršenje prava druge osobe činom stjecanja vlastitog prava (*e.g.* Ženevska konvencija).[2143] Samo kod nekih zaštita vrijedi i ako se poštenje odnosno neznanje odnosi na neispravnost ranijeg upisa (čl. 18. st. 1. Ženevske konvencije) odnosno storniranje pripisa na prenositeljev račun vrijednosnih papira (čl. 29. st. 1. t. b. FISA).

Tradicionalno, pravni poretci honoriraju poštenje stjecatelja stvarnih prava.[2144] Stjecatelji obveznih prava – neovisno o vlastitom poštenju i naplatnosti stjecanja – načelno ne mogu računati na pravnu zaštitu.[2145] Osim zbog zaštite ulagatelja od kreditnog rizika intermedijera, stvarnopravna narav prava glede posredno držanih vrijednosnih papira nužna je, stoga, radi zaštite poštenih stjecatelja od pravnih nedostataka.[2146]

[2140] Po mišljenju *Law Commission* (LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd.1.74), nije izgledno da bi pošten mogao biti stjecatelj koji bi bio obaviješten o ranijem pravu. O tom odnosu u kontekstu Ženevske konvencije v. Goutay, Philippe, *op.cit*. (bilj. 86), str. 18. *et seq*. Zbog neizvjesnog dosega instituta znanja o pravnom nedostatku *Goutay* zagovara oslanjanje na institut poštenja (*i.e.* dobre vjere).

[2141] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.77 - 1.78

[2142] Za krajnju nepažnju u njemačkom pravu v. čl. 932. st. 2. BGB; Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 7. Za namjeru u američkom pravu *infra*, str. 414. Za odnos presumiranog znanja i namjernog neznanja u kontekstu Ženevske konvencije v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-3; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 100. – 101. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 64. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj.46), str. 77.

[2143] O razlici švicarskog prava i Ženevske konvencije v. Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 4.

[2144] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 35. Za švicarsko pravo v. Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 1, 7; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 354.

[2145] EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 21. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.141; Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 29. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 593. Za švicarsko pravo v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 31, 655. Za austrijsko pravo v. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 49. – 51., 70., 168. – 169.

[2146] Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475.

Dio pravnih poredaka, koji štiti kvalificirane stjecatelje neposredno držanih vrijednosnih papira i prava na takvim vrijednosnim papirima, zaštitu uskraćuje kad je riječ o posredno držanim vrijednosnim papirima. Razlog za uskratu pravnotehničke je prirode.[2147] Pravnopolitički, nema opravdanja za šikaniranje stjecatelja prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira.[2148] I oni – kao i stjecatelji neposrednih prava na vrijednosnim papirima - legitimno očekuju pravnu zaštitu od rizika pravnih nedostataka koji im nisu poznati niti bi im trebali biti poznati, neobvezivanje na provjeru prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira onoga koji raspolaže u njihovu korist odnosno njegovog ovlaštenja za raspolaganje i pravno zajamčenu konačnost namire transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima.[2149] Očekivanje je kod njih još i veće ima li se u vidu da su interpolacijom jednog ili više intermedijera dodatno smanjeni izgledi za *ex ante* otkrivanje pravnih nedostataka. Zaštita kvalificiranih stjecatelja od iznimne je važnosti za sustave posredno držanih vrijednosnih papira odnosno za funkcionalnost žiro prometa vrijednosnih papira.[2150] Potreba za takvom zaštitom posebno je naglašena kod transakcija sklopljenih izvan uređenog tržišta i kod zasnivanja prava radi osiguranja.[2151]

U – *Thévonezovim* riječima – pravnim poretcima „direktnog vlasništva“, u kojima vrijede opća pravila građanskog prava namijenjena stjecanju stvarnog prava na pokretninama – zaštita je problematična zbog osobitosti zbirne pohrane vrijednosnih papira.[2152] Probleme stvara oslanjanje na individualni posjed onoga koji raspolaže.[2153] Uz takav posjed njemačko

[2147] Englesko pravo stjecateljima ne pruža zaštitu jer se predmet stjecanja ne može podvesti među negocijabilne instrumente niti okarakterizirati kao „pravno“ pravo.
[2148] LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.12
[2149] LC, 1. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.72(2) - (4), 1.81; O neopravdanosti različitog tretmana stjecatelja ovisno o načinu držanja v. i LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.12.
[2150] Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 95. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 255. – 256. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 147., 223. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 150. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 60. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 35; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 162. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 110. *Contra* Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 168., koja smatra da – zbog nemogućnosti krađe, gubitka ili drugačijeg ostanka bez pohranjenih isprava s jedne strane, te preciznosti i pozornosti s kojima se provode knjiženja, s druge strane - kod posredno držanih vrijednosnih papira zaštita poštenih stjecatelja ima malu praktičnu važnost te da nije nužno. Za razloge protiv pravne zaštite poštenih stjecatelja v. i LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.60 *et seq*. O tome v. i Rogers, James S., Negotiability, *op.cit*. (bilj. 704), str. 479. *Rogers* smatra da ulagatelja više štiti pouzdanost i kreditna sposobnost intermedijera, pojačana regulatornim okvirom i osiguranjem, od negocijabilnosti. Po njegovom mišljenju, nema dovoljno dokaza da je – kao što se to uvriježeno smatra - negocijabilnost ključna za utrživost. Slično i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 485.
[2151] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 148.
[2152] Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 29. Za njemačko pravo v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 189. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 256. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 252. – 253. Mogućnost *bona fide* stjecanja u njemačkom sustavu posrednog držanja *Chun* smatra jednim je od najkontroverznijih i nesigurnijih pitanja.
[2153] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 183

pravo veže presumpcija vlasništva (čl. 1006 BGB). Kvalificirani stjecatelj ima se pravo pouzdati da je posjednik vlasnik od koga može valjano steći vlasništvo pokretnine. Kod zbirne pohrane posjed ne igra takvu ulogu. Zato što nije individualan, nije kadar stvoriti vanjsku sliku subjektivnog prava ni pravni privid o titularu tog prava.[2154] Uz suposjed njemačko pravo veže presumpciju suvlasništva, ali ne i veličine konkretnih suvlasničkih dijelova.[2155] Iz tog razloga putativni suvlasnik načelno se ne može domoći zaštite oslanjajući se (isključivo)[2156] na suposjed onoga koji je raspolagao, a za to nije bio ovlašten.[2157]

U – *Thévenozovim* riječima – pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina", u kojima je stjecanje originarno, pravnu zaštitu kvalificiranih stjecatelja dio doktrine (*e.g. Rögner*) smatra suvišnom.[2158] Ako raspolaganjem otuđiteljevo pravo prestaje, ne mogu opstati ni pravni nedostaci koji su ga – dok je postojalo – opterećivali. S obzirom da mu ne prenosi svoje pravo, stjecatelju otuđitelj ne može prenijeti ni pravne nedostatke tog prava. Takvi nedostaci neraskidivo su vezani uz pravo kojeg se tiču i, stoga, dijele njegovu pravnu sudbinu. Drugi dio doktrine ne problematizira pravozaštitnu potrebu već način njezine praktične provedbe.[2159] Po mišljenju *Liang*, zaštita je potrebna jer prava otuđitelja i stjecatelja – iako samostalna – nisu potpuno neovisna jedno o drugom.[2160] Samostalnost prava razlog je zbog kojeg se u takvim pravnim poretcima na posredovane vrijednosne papire ne mogu adekvatno primijeniti (tradicionalna) pravila o zaštiti kvalificiranih stjecatelja, koja su oblikovana za stvarna prava na

[2154] To što je posjed posredan nije *per se* zapreka za zaštitu poštenih stjecatelja. Za švicarsko pravo v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 39. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 406.
[2155] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 189. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 252. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 107., 158. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 152. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 222., 225. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/120; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 169., 170. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 110. Isto vrijedi i za austrijsko pravo.
[2156] Suposjed može biti oslonac samo u kombinaciji s uknjižbom, iz koje proizlazi veličina suvlasničkog dijela. O tome v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 226., 233.
[2157] Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 5.
[2158] Za stajalište *Rögnera* o *bona fide* stjecanju ovlasti na vrijednosne papire u američkom pravu v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 165., 167. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 234. – 235. Rogers, James S., Essay, *op.cit*. (bilj. 188), str. 695. O besmislenosti propisa namijenjenih zaštiti poštenih stjecatelja u slučaju da je stjecanje originarno v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 196; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 172. Slično u kontekstu raspolaganje tražbinama u podlozi WR-pripisa u njemačkom pravu v. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 256. O tome općenito u pravnim poretcima utemeljenim na institutu povjerenstva v. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 257), str. 29. O tome u kontekstu Ženevske konvencije v. Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 13. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 426. O nevaženju vindikacijskog načela čak i pravnim poretcima „direktnog vlasništva" v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 299. – 300.
[2159] O alternativnim načinima zaštite „nedužnih" stjecatelja v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 152. *et seq*. Za potrebu zaštite poštenih stjecatelja i u takvim pravnim poretcima, koja se postiže drugačijim pravnim sredstvima v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 566.
[2160] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 163.

pokretninama.[2161] Povjerenje u pravnom prometu i integritet sustava neki od takvih pravnih poredaka (*e.g.* američki) štite koristeći se tzv. „pristupom utemeljenim na pripisu" (engl. *credit based approach*).[2162] Poštenim stjecateljima taj pristup omogućuje da se pouzdaju u pripise provedene na njihove račune vrijednosnih papira.[2163] Ta mogućnost posljedica je ograničavanja reverzibilnosti pripisa i preusmjeravanja zahtjeva nositelja konkurirajućeg prava sa stjecatelja na neposrednog intermedijera koji je omogućio takvo stjecanje. S ciljem povećanja izgleda za ostvarenjem tog zahtjeva, taj pristup traži striktno uređenje poslovanja intermedijera propisima i obvezno osiguranje.

Na uređenom tržištu kvalificirani stjecatelji - povrh pravne – uživaju i faktičnu zaštitu. Razlozi koji onemogućuju ili znatno otežavaju provjeru prenositeljevog prava odnosno ovlaštenja za raspolaganje jednako djeluju na identifikaciju stjecatelja, koja nužno prethodi restituciji.[2164] Za razliku od pravne, faktička zaštita ne ovisi o ispunjenju uvjeta. Nemogućnost ulaska u trag neovlašteno protrgovanim vrijednosnim papirima štiti čak i one stjecatelje koji zaštitu, pravnopolitički gledano, ne zavređuju. Budući da je bezuvjetna, faktična zaštita obuhvatnija je od pravne.[2165] S druge strane, postojanje i obuhvat faktičke zaštite ne isključuje potrebu za pravnom.[2166]

Razlike među pravnim poretcima oko toga štite li i, ako da, pod kojim uvjetima stjecatelje prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira nisu poželjne. Po mišljenju *Thévenoza*, ujednačavanje je nužno jer sraz različitih odredaba materijalnih prava mjerodavnih za pojedine račune vrijednosnih papira i ugovornih odredaba koje su u podlozi tih računa mogu dovesti do nedosljednih i nepravednih rezultata.[2167] Svi pravni poretci trebaju na manje - više

[2161] Liang, Wenwen, *op.cit.* (bilj. 5), str. 154. Po mišljenju *Liang*, protezanje primjene tih pravila bilo bi apsurdno. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 75. Kao uzrok neprimjerenosti *Chun* spominje specifične odlike transakcija s posredovanim vrijednosnim papirima, poput preknjižbi u evidencijama intermedijera bez prijenosa posjeda isprava i anonimnosti transakcija na uređenim tržištima.
[2162] Za kritiku američkog načina provedbe tog pristupa, koji – po mišljenju *Liang* – prekomjerno štiti stjecatelja v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 161. O tom pristupu v. i UNIDROIT, *op.cit*. (bilj. 171), str. 21. O zaštiti povjerenja u sustav v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 643.
[2163] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 155. Kako to navodi *Chun* (Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 78.), stjecatelji se ne pouzdaju ni u prenositeljev posjed isprava ni u pripis proveden na prenositeljev račun vrijednosnih papira.
[2164] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.106, 1.162; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.5(3), 5.62; Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 711. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 655. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 353., 455., 491. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1520. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 104. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 158. - 159. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 300. Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 613. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 147.
[2165] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 712. Faktičku zaštitu *Hakes* smatra čak važnijom za stjecatelje od pravne.
[2166] LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.67; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 148.
[2167] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 55.

jednak način zaštititi kvalificirane stjecatelje od pravnih nedostataka i neizvjesnosti vezanih uz ranije transakcije u kojima nisu sudjelovali, o kojima nemaju saznanja i za koje mjerodavno može biti pravo koje ne mogu sa sigurnošću utvrditi. U Ženevskoj konvenciji pravila o zaštiti „nedužnih" stjecatelja zauzimaju važno mjesto.[2168] Robusnu zaštitu od rizika pravnih nedostataka stjecatelju treba, po mišljenju *Law Commission*, pružiti i harmonizirani paneuropski pravni okvir.[2169]

8.1 Englesko pravo

Englesko pravo ne(dovoljno) štiti poštene stjecatelje prava glede vrijednosnih papira od rizika pravnih nedostataka.[2170] Takva prava mogu se sa sigurnošću steći samo od osobe kojoj pripadaju odnosno koja je njima ovlaštena raspolagati. Pogrešno uvjerenje putativnog stjecatelja u pripadnost odnosno ovlaštenje za raspolaganje pada na njegov teret. Jednaki učinak ima pogrešno uvjerenje u neopterećenost prava koja su predmet stjecanja. Opterećena prava mogu se, od osobe kojoj pripadaju odnosno koja je tim pravima ovlaštena raspolagati, steći samo zajedno s teretom. To što grešku nije skrivio, stjecatelju ne olakšava pravnu sudbinu. Stjecateljevo poštenje englesko pravo ne honorira pružajući takvom stjecatelju jasnu i nedvosmislenu zaštitu od konkurirajućih prava.[2171]

Izostanak (odgovarajuće) zaštite posljedica je „pravične" naravi predmeta stjecanja.[2172] U engleskom pravu vindikacijsko načelo (*nemo dat quod non habet*) dominira dokle god ga u drugi plan ne potisne *law merchant* (*i.e.* obvezujuće sudske odluke kojima su priznati trgovački običaji)[2173] ili pravila pravičnosti ili propis.[2174] Pravo glede vrijednosnih papira nije ni

---

[2168] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-2; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 63. Uz pravila o redoslijedu prvenstva, pravila o zaštiti poštenih stjecatelja *Thévenoz* smatra najvažnijim pravilima Ženevske konvencije. O uvjerenju u nužnost tih pravila radi postizanja pravne sigurnosti i učinkovitosti žiro prometa vrijednosnih papira v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 318.

[2169] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.165; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.29; O takvoj zaštiti pohvalno i Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 395.

[2170] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 145. Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 20. – 21.

[2171] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.109; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.27(2), 7.11 *et seq*., 7.29; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.12; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 154. *cf*. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 167. *et seq*. *Liang* smatra da bi se u sudskom postupku stjecatelj mogao domoći zaštite koristeći se institutom engleskog prava pod nazivom „*estoppel*". O tom institutu v. i Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 227. *et seq*. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 299. *et seq*. Micheler, Eva, Farewell, *op.cit*. (bilj. 2122), str. 366. Guttman, Egon; Lemke, Thomas P., *op.cit*. (bilj. 15), str. 406.

[2172] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.69; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 52. Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 24. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.12

[2173] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 69. – 70.

[2174] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.56., 3.61; LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.109, 1.112; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.16 *et seq*. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-024; Za dominaciju vindikacijskog načela u engleskom pravu v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 149., 150., 171. - 172. U prvi plan načelo zaštite

negocijabilni instrument, da bi stjecatelje štitilo *law merchant*, ni „pravno" pravo, da bi stjecateljima zaštitu pružila pravila pravičnosti (engl. *rules of equity*) ni nematerijalizirani vrijednosni papir u CREST sustavu, da bi zaštita za stjecatelje proizlazila iz zakona (USR 2001) odnosno pravila sustava.[2175] Stjecatelj tog prava nije ni zakoniti imatelj negocijabilnog instrumenta (engl. *holder in due course of a negotiable instrument*) ni tzv. „miljenik pravičnosti" (engl. *equity darling*) ni član CREST sustava u ulozi stjecatelja nematerijaliziranog vrijednosnog papira.[2176]

Rizik pravnih nedostataka, koji prijeti stjecateljima, potenciraju intermedijeri u ulozi prenositelja. Raspolažući pravom glede vrijednosnih papira, intermedijer potencijalno krši fiducijarne obveze prema svojim klijentima (*i.e.* korisnicima povjerenstva). Ako je stjecanje prava posljedica kršenja tih obveza, stečeno pravo mogu opterećivati pravni nedostaci.[2177] Riječ je, u prvom redu, o koristovnom pravu intermedijerovog klijenta.[2178] To pravo i pravo putativnog stjecatelja imaju isti objekt i međusobno se isključuju. Po uspješnom okončanju postupka traganja kojim je identificiran stjecatelj, klijent intermedijera može stvarnopravnim pravičnim zahtjevom (engl. *equitable proprietary claim*) od stjecatelja tražiti utvrđivanje svog prava i restituciju njegovog objekta ili odgovarajućeg supstituta.[2179] Uz koristovno pravo, među pravne nedostatke spada i tražbina intermedijerovog klijenta. Ako je stjecatelj primajući imovinu od intermedijera postupao *mala fide*, ta imovina (odnosno njezina protuvrijednost) predmet je presumiranog povjerenstva (engl. *constructive trusteeship*) u korist intermedijerovog klijenta. Potonji može obveznopravnim pravičnim zahtjevom (engl. *equitable personal claim*) od stjecatelja tražiti naknadu iz te protuvrijednosti.[2180] Odgovarajuće provjere

povjerenja u pravnom prometu može - po mišljenju *Liang* – iskočiti samo zakonodavnom intervencijom, običajem ili tzv. „*estoppelom*". Za tezu da u engleskom pravu poštenje putativnog stjecatelja načelno ne dovodi do prestanka „pravnog" vlasništva v. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 279., 286., 298.

[2175] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.116, 1.131; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.39 – 5.43; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 13. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.24 - 19.26; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.60, 3.63 - 3.64; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.17; Za nematerijalizirane vrijednosne papire v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 93. *et. seq*., 147. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 2.32; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.16, 7.21 *et seq.*; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 312. *et seq*. Micheler, Eva, Farewell, *op.cit*. (bilj. 2122), str. 371. *et seq*.

[2176] O pretpostavkama za zaštitu zakonitog imatelja v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.114 - 1.115; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.21. Podrobnije o „doktrini o stjecatelju u dobroj vjeri" v. LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.117 – 1.125; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.23, 5.26. O zaštiti članova CREST sustava v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.21 *et seq*.

[2177] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.127; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.12; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.51, 4.37

[2178] O koristovnom pravu korisnika povjerenstva podrobnije *supra*, str. 75. *et seq*.

[2179] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.129; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.54; Benjamin, Joanna, *op.cit.* (bilj. 12), Rd. 2.53 – 2.54; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 38. – 39.

[2180] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.128; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.52; Benjamin, Joanna, *op.cit.* (bilj. 12), Rd. 2.61 – 2.64; Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 39.

s ciljem pravovremenog otkrivanja potencijalnih kršenja fiducijarnih obveza intermedijera prema svojim klijentima jedini su način kako bi se stjecatelji, koji pravo namjeravaju steći od intermedijera, mogli zaštititi od takvih zahtjeva intermedijerovih klijenata.[2181]

Nezaštićenost poštenih stjecatelja prava glede vrijednosnih papira manjkavost je engleskog prava. Izostanak (odgovarajuće) zaštite u suprotnosti je s tržišnim očekivanjem transakcijske konačnosti.[2182] Pogodnosti posrednog držanja, poput knjigovodstvene odnosno elektroničke namire, iluzorne su ako se stjecatelj – da bi ih se domogao – treba odreći zaštite koju bi imao da vrijednosne papire drži neposredno.[2183] Različit pravozaštitni tretman poštenih stjecatelja ovisno o načinu držanja vrijednosnih papira na meti je kritike.[2184] Ono što *de lege lata* vrijedi za stjecatelje neposrednog prava na vrijednosnim papirima treba *de lege ferenda* protegnuti na stjecatelje posrednog prava glede vrijednosnih papira. Po mišljenju *Law Commission*, zaštitu koju uživaju pošteni stjecatelji „pravnih" prava treba pružiti i poštenim stjecateljima „pravičnih" prava u okviru višeslojnih sustava za namiru.[2185] Slično promišlja i *Benjamin* zagovarajući zakonsko jačanje načela zaštite povjerenja u pravnom prometu na sekundarnom tržištu, koje je oslabila promjena načina držanja odnosno kompjuterizacija tržišta vrijednosnih papira.[2186] *FMLC* se zalaže za kodifikaciju zaštite poštenih stjecatelja. U slučaju da intermedijer prijevarno ili protupravno raspolaže pravima glede vrijednosnih papira, stjecatelj u dobroj vjeri koji nije imao obavijest o prijevari ili protupravnosti treba ih *de lege ferenda* steći slobodne od klijentovih prava (FMLC načelo 7(e)).[2187] Kodifikaciju zagovara i

[2181] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.65; Obvezu stjecatelja provjeriti intermedijerovo ovlaštenje za raspolaganje i mogućnost raspolaganja bez postojećih prava spominje i *Law Commission* (LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.109).
[2182] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 149. O neskladu trenutnog stanja s očekivanjem tržišta v. i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.19(1); LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.1.
[2183] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.135; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.78; Potreba za provedbom prijenosa u registru izdavatelja nužno implicira gubitak sistemskih učinkovitosti povezanih s provedbom prijenosa u evidencijama intermedijera. Prijenos „pravnog" vlasništva dijelova izdanja zahtijeva izdavanje pojedinačnih isprava pa se više ne bi moglo računati ni na pogodnosti koje pruža izdavanje i pohrana globalnih isprava.
[2184] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.134, 1.137; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.20, 7.30; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.1, 5.12; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.65; FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 13. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 149.
[2185] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.134, 1.137; LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.31 – 7.32; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.72, 5.74; Dva su razloga kojima *Law Commission* opravdava takav stav. Osim što je moguće da ulagatelj ne zna i da ne može utjecati na činjenicu rezultira li njegov nalog na kupnju prijenosom „pravnog" vlasništva u registru izdavatelja ili „pravičnog" vlasništva u evidencijama intermedijera, cijena koju ulagatelj plaća za posredovane vrijednosne papire jednaka je onoj koju bi platio za „pravno" vlasništvo vrijednosnih papira (*i.e.* ne plaća manju cijenu zbog nepostojanja prigovora).
[2186] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 3.65; O slabljenju načela zaštite povjerenja u pravnom prometu uzrokovanom intermedijacijom v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.23 *et seq*.
[2187] FMLC, Property Instruments, *op.cit*. (bilj. 127), str. 17.

Zaccaria.[2188] Čak i dio doktrine koji engleskom pravu ne negira pravozaštitni potencijal (*Liang*) ne protivi se zakonskom uvođenju materijalnopravnog prigovora poštenog stjecanja prava glede vrijednosnih papira.[2189] Razlog neprotivljenju postojeća je pravna neizvjesnost, koja nije prihvatljiva.[2190]

Opravdanje za zaštitu poštenih stjecatelja *Law Commission* pronalazi u raspoređivanju rizika neovlaštenog raspolaganja pravom glede vrijednosnih papira. Primjerenije je – po mišljenju *Law Commission* - taj rizik svaliti na onog tko je odabrao intermedijera svjesno mu povjerivši svoju imovinu na pohranu nego da ga snosi onaj koga objektivne i često nepremostive okolnosti priječe da pravovremeno provjeri ovlaštenje takvog intermedijera za raspolaganje tom imovinom.[2191] Iako načelno opravdana, takva zaštita – po mišljenju *Liang* - ne smije biti prekomjerna.[2192] Osim što takva ne bi bila u duhu engleskog prava, zahtijevala bi još striktnije uređenje poslovanja intermedijera propisima i obvezno osiguranje, čemu englesko pravo nije sklono zbog popratnih troškova. Za potrebe engleskog prava, prevršila bi mjeru zaštita koja bi se – kao u američkom pravu – temeljila na (procesnopravnoj) nedopuštenosti tužbe nositelja konkurirajućeg prava.[2193]

Protezanje zaštite, koju pravila pravičnosti pružaju poštenim stjecateljima „pravnog" vlasništva, na poštene stjecatelje prava glede vrijednosnih papira potonje bi svrstalo među „miljenike pravičnosti" (engl. *equity darling*).[2194] Pretpostavke za takvu zaštitu su pošteno postupanje, ispunjenje protučinidbe i neobaviještenost o postojanju ranijih pravičnih prava u vrijeme ispunjenje protučinidbe i stjecanja.[2195] Teret dokaza da su te pretpostavke ispunjene snosi stjecatelj, koji se na njih poziva.[2196] Stječe li prava glede vrijednosnih papira od intermedijera, stjecatelj nije dužan dokazati da nije bio obaviješten o postojanju ranijih pravičnih prava, već o tome da je intermedijer prekršio svoje fiducijarne obveze.[2197]

[2188] Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 154.
[2189] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 170., 172.
[2190] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 150., 172.
[2191] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.111; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.70; O tome u kontekstu zaštite stjecatelja uz pomoć tzv. „*estoppela*" v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 169.
[2192] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 167., 170.
[2193] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 162., 173.
[2194] Status „miljenika pravičnosti" *Benjamin* smatra najvažnijim sredstvom za zaštitu stjecatelja na tržištima vrijednosnih papira koji su suočeni sa zahtjevom za traganje, v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.56. Takav pristup zagovara i *Law Commission* (LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.105).
[2195] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.117; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.26
[2196] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.117; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.26; Judikatura se podijelila po tom pitanju, a doktrina je načelno podržala dio koji teret dokaza navaljuje na stjecatelja.
[2197] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.56, 4.38

Obavijest može biti stvarna (engl. *actual notice*), presumirana (engl. *constructive notice*) ili pribrojiva (engl. *imputed notice*) (čl. 199 The Law of Property Act 1925).[2198]

Po mišljenju *Law Commission*, stjecatelj ima stvarnu obavijest ako su mu dostupni podaci iz pouzdanog izvora na koje bi se oslonila razborita osoba ili poslovni čovjek.[2199] Nebitni su pritom identitet osobe od koje potječe obavijest i vrijeme kad je stjecatelj primio obavijest (*i.e.* prije ili prilikom stjecanja). Osim o onome što zna i onome što sadrže isprave koje posjeduje, stjecatelj – po mišljenju *Benjamin* - ima stvarnu obavijest i o onome što namjerno izbjegava saznati (engl. *deliberately turns a blind eye*).[2200]

Presumiranu obavijest stjecatelj ima o svemu što bi saznao da je provjerio sve ono što je razumno trebao provjeriti.[2201] *Benjamin* smatra da presumiranu obavijest stjecatelj ima o onome što bi razumno trebao znati.[2202] Svjesni sputavajućih učinaka na tijek trgovine, engleski sudovi nevoljko ustanovljuju obvezu provjere pripadnosti prava (engl. *duty of inquiry as to title*). Tu obvezu nameću sumnjive okolnosti koje bi poštenog i razumnog čovjeka nagnale na provedbu takve provjere.[2203] Ako ga postojanje takvih okolnosti ne potakne da pravovremeno provjeri što je potrebno, stjecatelj ima presumiranu obavijest o svemu što bi ta provjera razotkrila.[2204]

Pribrojiva obavijest stvarna je ili presumirana obavijest stjecateljevog savjetnika, odvjetnika ili zastupnika koja se pribraja stjecatelju. Riječ je o obavijesti koju je obaviještena osoba primila u transakciji koje se tiče i koju je zbog značenja za tu transakciju obvezna priopćiti stjecatelju.[2205] Znanje pojedinca može se pribrojiti trgovačkom društvu ako je taj pojedinac nadležan u tom društvu vezano uz relevantan čin odnosno propust ili ako zastupa društvo u relevantnoj transakciji.[2206] Intermedijeru koji stječe vrijednosne papire po nalogu svog klijenta da bi ih potom za njega držao na pohrani može se pribrojiti klijentovo znanje da

[2198] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.118; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.27; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.56, 4.38. O različitim vrstama obavijesti i razlikama u njihovoj primjeni v. i Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 165.
[2199] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.120; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.29
[2200] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.57
[2201] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.121; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.30
[2202] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.59
[2203] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.122; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.31 – 5.32
[2204] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.59, 4.38
[2205] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.124; LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5.36; Obavijest koju je obaviještena osoba stekla u drugom kontekstu (*e.g.* ranijoj transakciji) ne pribraja se stjecatelju.
[2206] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 2.57; Iz tog razloga *Benjamin* naglašava važnost postojanja procedura koje nalažu zaposlenicima aktivno uključenim u transakciju da okolnosti koje daju povoda za zabrinutost bez odgode priopće nadležnoj osobi.

će izvršenje tog naloga rezultirati povredom konkurirajućeg (stvarnog) prava treće osobe.[2207] U tom slučaju konkurirajuće pravo ne prestaje unatoč tome što stjecatelj nije znao da ono postoji.

To što važeći propisi i postojeće odluke ne daju izričito uporište za zaštitu ne znači nužno da englesko pravo nije kadro zaštititi poštene stjecatelje prava glede vrijednosnih papira. U slučaju potrebe, sudovi bi – po mišljenju *Liang,* takvu zaštitu mogli pružiti oslanjajući se ili na tzv. „*estoppel*" ili na pravilo o *bona fide* stjecanju i sklanjanju (engl. *rule of good faith acquisition and sheltering*) ili na protezanje tog pravila dajući prednost pravu na višoj razini (engl. *upper-tier priority*).[2208] Mogućnost primjene tzv. „*estoppela*" – koji putativnom imatelju prava, račun kojeg je intermedijer bespravno teretio, ne dopušta da ustane sa zahtjevom protiv stjecatelja takvog prava na čiji račun je proveden pripis – temelji se na, pokazat će se, pogrešnoj odluci putativnog imatelja prava o odabiru intermedijera kojem će položiti vrijednosne papire na pohranu, s jedne strane, i zaštite vrijednom povjerenju stjecatelja prava u pripadnost takvog prava onome koji njime raspolaže odnosno u njegovo ovlaštenje za raspolaganje takvim pravom, s druge strane.[2209] Pravilo o *bona fide* stjecanju i sklanjanju manifestacija je tzv. „pravila veće pravičnosti" (engl. *better equity rule*), koje štiti stjecatelje pravičnijeg prava nauštrb nositelja manje pravičnog prava, pri čemu stupanj pravičnosti ovisi o blizini pravnog prava i odnosu s takvim pravom.[2210] Uvjet za zaštitu prijenos je pravnog prava, koja se provodi na najvišoj kariki skrbničkog lanca. Štiteći poštenog stjecatelja pravnog prava englesko pravo može „zakloniti" poštenog stjecatelja pravičnog prava na nižoj kariki skrbničkog lanca.[2211] Zaklon je posljedica veće pravičnosti kasnije stečenog prava koje se oslanja na odnosno izvodi iz *bona fide* stečeno(g) pravnog prava u odnosu na ranije postojeće pravično pravo. Pravično pravo stečeno nakon prijenosa pravnog prava u prednosti je pred pravičnim pravom koje je postojalo prije tog prijenosa. Stjecatelja prava glede nematerijaliziranih vrijednosnih papira u CREST sustavu englesko pravo štiti samo ako je namira transakcije provedena *inter alia* preknjižbom u registru koji vodi EUI. Na zaštitu putem pravila o *bona fide* stjecanju i sklanjanju

[2207] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.125
[2208] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 85., 170., 173.
[2209] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 168. – 169. Tzv. „*estoppel*" štiti stjecatelja koji se osnovano pouzdao u indicije vlasništva nauštrb pravog vlasnika koji je svojom nepažnjom stvorio privid vlasništva putem tih indicija odnosno koji je bolje pozicioniran da spriječi ili izbjegne takav privid vlasništva. Tzv. „*estoppel*" u podlozi je zakonskih rješenja poput zaštite zakonitih imatelja negocijabilnih instrumenata ili konačnosti namire u okviru CREST sustava. O „zakonskom *estoppelu*" kod stjecanja preknjižbom u CREST sustavu v. LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.23, Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 94. - 95. *Cf.* Micheler, Eva, Farewell, *op.cit*. (bilj. 2122), str. 371. *et seq.*, koja problematizira primjenjivost pravila o *estoppelu* kod nematerijaliziranih vrijednosnih papira.
[2210] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 122.
[2211] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 147. O tome v. i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.14(1).

stjecatelj ne može računati ako je transakcija namirena isključivo u evidencijama intermedijera na nižim karikama skrbničkog lanca.[2212] Želi li zaštititi i takvog stjecatelja englesko pravo trebalo bi protegnuti to pravilo rukovodeći se načelom „prednosti prava na višoj razini" (engl. *upper-tier priority*).[2213] Zaklon bi u tom slučaju bio posljedica veće pravičnosti kasnije stečenog prava koje se oslanja na odnosno izvodi iz prava na višoj razini, kojem je dana prednost, u odnosu na ranije postojeće pravično pravo.

8.2 Njemačko i austrijsko pravo

I njemačko i austrijsko pravo štiti poštene stjecatelje kako udjela u zbirnom portfelju tako i založnog prava na tim udjelima.[2214] Zaštitu pružaju opća pravila građanskog i, u njemačkom pravu, trgovačkog prava koja su namijenjena stjecanju stvarnog prava na pokretninama (čl. 932. st. 1. r. 1. BGB, čl. 1207. BGB, čl. 366. HGB; čl. 367. ABGB, čl. 371. ABGB, čl. 456. ABGB).[2215] Budući da je stjecanje originarno, udjeli se oslobađaju tereta, a založno pravo preskače konkurirajuća prava u redoslijedu prvenstva.[2216]

Uvjet za zaštitu u oba prava poštenje je stjecatelja. Stjecatelj nije pošten ako zna ili bi trebao znati da stvar ne pripada otuđitelju (čl. 932. st. 2. BGB; 368. st. 1. r. 1. ABGB) odnosno da otuđitelj ili opteretitelj njome nije ovlašten u toj mjeri odnosno na takav način raspolagati za račun njezinog vlasnika (čl. 366. st. 1. HGB; čl. 368. st. 1. r. 2. ABGB, čl. 456. st. 1. ABGB). Za razliku od njemačkog, austrijsko pravo zaštitu poštenih stjecatelja zamjenjivih stvari odnosno založnog prava na zamjenjivim stvarima, koji su se pouzdali u ovlaštenje otuđitelja odnosno opteretitelja za raspolaganje, ne uvjetuje stjecanjem od trgovca u okviru njegovog poslovanja.[2217] Skrivljeno neznanje isključuje zaštitu samo ako je posljedica namjere ili krajnje

[2212] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 145. Tako i LC, Scoping Paper, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 7.14(3)-(4) – 7.15.
[2213] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 129., 145., 147.
[2214] Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 76. *Cf.* Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 197; Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 252., koja dovodi u pitanje takvu zaštitu u njemačkom pravu. O tome v. i Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 5. *et. seq*. Za kritiku takvog shvaćanja v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 233.
[2215] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 7; Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 5; Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 35; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.108; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 190. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 168. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 127. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 265. *et seq.* Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 83. – 84. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/117, 4/132; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 76., 212. *et seq*. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 371.
[2216] Za njemačko pravo v. čl. 936. st. 1. r. 1. u svezi sa st. 2. BGB; čl. 366. st. 2. HGB. Za austrijsko pravo v. čl. 367. st. 2., čl. 456. st. 2. ABGB; Eccher, Bernhard, *op.cit*. (bilj. 1704), § 367 Rd. 3, § 367 Rd. 5.
[2217] Za njemačko pravo v. čl. 366. st. 1. HGB. U austrijskom pravu taj uvjet vrijedi kod stjecanja nezamjenjivih stvari (ali ne i založnog prava na takvim stvarima). Za austrijsko pravo v. Eccher, Bernhard, *op.cit*. (bilj. 1704), § 367 Rd. 3; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 67.

nepažnje.[2218] Neskrivljeno neznanje i obična nepažnja za to u pravilu nisu dovoljni. Iznimno, postojanje i stupanj krivnje stjecatelja u austrijskom pravu nisu relevantni ako postoje okolnosti koje su kod stjecatelja trebale pobuditi osnovanu sumnju.[2219] U takvim okolnostima austrijsko pravo stjecateljima uskraćuje zaštitu smatrajući ih nepoštenim čak i ako neznanje nisu skrivili nepažljivim postupanjem. I u njemačkom pravu takve okolnosti stjecatelje mogu ostaviti bez zaštite, ali samo ako ga ne potaknu da odagna sumnju poduzimanjem odgovarajućih provjera i istraživanja. Njemačko pravo stjecatelje načelno ne obvezuje na provjeru i istraživanje relevantnih činjenica osim ako bi imali konkretan razlog za sumnju.[2220] Treći (*e.g.* podskrbnik) ima pravo osloniti se na podatke koje mu međuskrbnik podastre o svom ovlaštenju za raspolaganje te ga nepoduzimanje posebnih radnji radi njihove dodatne provjere ne čini ni nepažljivim ni nepoštenim ako mu dotadašnje iskustvo u poslovanju s međuskrbnikom ne daje razlog za sumnju u njihovu točnost.[2221] U međubankovnom poslovanju međuskrbnik je obvezan trećem priopćiti vrstu računa na koji idu vrijednosni papiri odnosno udjeli u zbirnom portfelju, odnosno opseg svog ovlaštenja za zalaganje (čl. 6. st. (2) r. 3. i st. (3) r. 2. Depotbekanntmachung).[2222] Ako osnovano sumnja u točnost međuskrbnikovih navoda, treći je obvezan inzistirati na tom priopćenju. Neinzistiranje predstavlja grubu nepažnju, koja može dovesti u pitanje njegovo postupanje u dobroj vjeri. Načelno, što je ovlaštenje šire treći ima više razloga inzistirati na tom priopćenju. U njemačkom pravu pažljivost stjecatelja prosuđuje se prema objektivnim kriterijima, što znači da njegovi osobni odnosi, individualna obilježja, znanja i sposobnosti te trgovački običaji prosudbu mogu samo postrožiti, ne i ublažiti.[2223] Na

[2218] Za njemačko pravo, u kojem je relevantna krajnja nepažnja, v. čl. 932. st. 2. BGB; Bassenge, Peter, *op.cit*. (bilj. 386), § 932 Rd. 10; Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 7; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 58., 67., 217. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 88. Za austrijsko pravo, u kojem su relevantne namjera i krajnja nepažnja, v. Eccher, Bernhard, *op.cit*. (bilj. 1704), § 367 Rd. 3, § 371 Rd. 3, § 456 Rd. 1; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 57., 71. U austrijskom pravu obična nepažnja dovoljna je kad predmet stjecanja nisu zamjenjive stvari.

[2219] Eccher, Bernhard, *op.cit*. (bilj. 1704), § 368 Rd. 1 - 2. Među u odredbi čl. 368 st. 2. ABGB primjerice nabrojene takve okolnosti spadaju narav stvari, sumnjivo niska cijena te stjecatelju znana osobna obilježja ili poslovanje otuditelja odnosno opteretitelja.

[2220] Bassenge, Peter, *op.cit*. (bilj. 386), § 932 Rd. 10; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 217. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 643. – 644. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 89.

[2221] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 7; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 33; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 169. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 154. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 100. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/90.

[2222] O pravu založnog vjerovnika pouzdati se u priopćenje skrbnika da relevantni vrijednosni papiri idu na poseban založeni račun, v. Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12a Rd. 19.

[2223] Bassenge, Peter, *op.cit*. (bilj. 386), § 932 Rd. 10; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 88. - 89.

onome tko osporava stjecanje leži teret dokaza da stjecatelj nije postupao *bona fide*.[2224] Za prosudbu poštenja relevantan je trenutak provedbe knjiženja, odnosno stjecanja.[2225]

Ni u njemačkom ni u austrijskom pravu zaštita stjecatelja ne ovisi nužno (samo) o njegovom poštenju. U slučaju kad stjecatelj pravnorelevantnu volju ne očituje osobno već putem zastupnika, oba prava relevantnom smatraju poštenje stjecateljevog zastupnika. Ono po čemu se u takvom slučaju ta dva prava razlikuju relevantnost je stjecateljevog poštenja. Za razliku od austrijskog prava, koje zaštitu stjecatelja uvjetuje poštenjem ne samo njegovog zastupnika već i njega samoga, njemačko pravo ne pridaje važnost stjecateljevom poštenju (čl. 166 st. 1. BGB) ako njegov zastupnik ne postupa po njegovim određenim uputama (čl. 166 st. 2. BGB).[2226] U njemačkom pravu među zastupnike, poštenje kojih je relevantno za zaštitu stjecatelja, spadaju *e.g.* komisionar, središnji depozitorij, (među)skrbnik, središnja druga ugovorna strana.[2227] Relevantnost skrbnikovog poštenja problematična je onda kad je upravo on taj koji je neovlašteno raspolagao vrijednosnim papirima u stjecateljevu korist. Neovisno o njegovom poštenju, stjecatelja u tom slučaju bez zaštite ostavlja skrbnikovo nepoštenje.[2228] Iako ga ne zastupa prilikom stjecanja, nepoštenje stjecateljevog skrbnika i u austrijskom pravu diskreditira stjecatelja. Posljedica je to njegove uloge stjecateljevog pomoćnika pri stjecanju (njem. *Erwerbsgehilfe*).[2229] U slučaju skrbničkog lanca, izgrađenog na temelju niza posredujućih odnosa među susjednim karikama, stjecatelju šteti nepoštenje svake karike, jer su svi skrbnici koji ga čine stjecateljevi pomoćnici pri stjecanju posjeda (njem. *Gehilfe bei der Erlangung des Besitzes*).[2230] U praksi zaštita stjecatelja pravilo je, a ne iznimka jer stjecateljev

[2224] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 7; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 191. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 87.
[2225] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 217. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 89.
[2226] Za njemačko pravo v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 67, 79; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 153. – 154. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 224. – 225. *contra* Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 191. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 110., koji relevantnim smatraju i stjecateljevo poštenje. Za austrijsko pravo v. Eccher, Bernhard, *op.cit*. (bilj. 1704), § 367 Rd. 3.
[2227] Za njemačko pravo v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 67, 79; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 75, 80; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 113; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 153. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 60. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 224., 251. Kod transakcija sklopljenih na frankfurtskoj burzi uz sudjelovanje Eurex Clearing AG kao središnje druge ugovorne strane, relevantno je poštenje potonje koja nastupa u ulozi zastupnika kupca i prodavatelja kod davanja i prihvaćanja očitovanja volje usmjerenih na prijenos vlasništva i predaju posjeda. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/126.
[2228] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 191. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 39. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 155. – 156. Riječ je o neovlaštenom raspolaganju skrbnika u korist jednog svog klijenta, a na teret drugog klijenta.
[2229] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/126
[2230] Kad bi za stjecanje relevantan bio pripis na račun kod središnjeg depozitorija, na zaštitu stjecatelja utjecalo bi poštenje člana središnjeg depozitorija na čiji račun je proveden pripis. Poštenje ostalih (među)skrbnika ne bi igralo ulogu jer bi u trenutku pripisa na račun koji vode stjecatelj već stekao pravo. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/126.

skrbnik u većini slučajeva ne zna niti bi trebao znati da otuđiteljev skrbnik nije ovlašten za raspolaganje.[2231]

Uvjetovanje zaštite stjecatelja poštenjem predmet je rasprave u pravnoj književnosti. Osim nedoumica oko toga može li o nepoštenju uopće biti govora ako preknjižbe automatski provodi računalo, prijepornim se pokazao i utjecaj znanja o organizacijskim nedostacima skrbnika na strani otuđitelja na poštenje središnjeg depozitorija. Imajući to u vidu, *Einsele* smatra da je – kad je riječ o zaštiti stjecatelja prava na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima - poštenje izgubilo svoju funkciju.[2232]

I njemačko i austrijsko pravo zaštitu ograničava s obzirom na pravnu osnovu i način raspolaganja. Ni jedno od ta dva prava ne štiti one koji su udjele u zbirnom portfelju stekli temeljem zakona upisom u skrbničku knjigu komisionara (čl. 24. st. 2. dDepotG; čl. 17. st. 2. öDepotG).[2233] Stjecanje na takav način zakon izrijekom uvjetuje ovlaštenjem komisionara za raspolaganje. Na zaštitu, stoga, ne može računati komitent koji se u dobroj vjeri pouzdao u postojanje takvog ovlaštenja, koje u stvarnosti ne postoji. Oba prava zaštitu pružaju onima koji udjele u zbirnom portfelju steknu ugovorom o prijenosu vlasništva i predajom (čl. 929. r. 1. BGB, čl. 426. ABGB).[2234] U njemačkom pravu zaštita je rezervirana za slučaj kad se mijenja posredujući odnos i kad takvu promjenu prate odgovarajući upisi u evidencijama skrbnika.[2235] Onima koji se, umjesto predaje, odluče za njezin surogat (čl. 929. r. 2., 930. i 931. BGB) njemačko pravo pruža samo privid zaštite. Tradicijom *brevi manu*, posesornim konstitutom i ustupom tražbina na isporuku iz čl. 7. st. 1. dDepotG i čl. 8. dDepotG udjeli u zbirnom portfelju mogu se steći samo od osobe kojoj pripadaju. Ako ne pripadaju otuđitelju, poštenog stjecatelja – koji se odlučio za neki od spomenutih surogata predaje – njemačko pravo štiti samo ako i tek kad stekne posjed odnosno kad mu se predaju udjeli u zbirnom portfelju (čl. 932. st. 1. r. 2.,

[2231] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 251. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 220.
[2232] Za tezu da je poštenje izgubilo takvu funkciju v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 212. *Contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 228.
[2233] Za njemačko pravo v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 7, 34; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 191. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 252. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 115. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/117, 4/120.
[2234] Po mišljenju *Behrendsa*, upravo je mogućnost *bona fide* stjecanja razlog zašto građansko pravo uživa status bitne osnove žiro prometa vrijednosnih papira, v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 7, 29; *Scherer* i *Martin* smatraju da se zaštita poštenja može postići bez primjene odredaba stvarnog prava, v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 35. Odredbe obveznog prava o ustupu tražbine (čl. 404., 406., 407. BGB) *Rögner* ne smatra prikladnim za netjelesni žiro promet vrijednosnih papira, koji počiva na nemogućnosti isticanja prigovora, v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), Vor § 1 Rd. 5
[2235] Za njemačko pravo v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 83; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.108.

933. i 934. BGB).[2236] Zaštita je prividna jer ni kod tradicije *brevi manu* ni kod posesornog konstituta ni kod ustupa tražbina na isporuku iz čl. 7. st. 1. dDepotG i čl. 8. dDepotG ne dolazi do predaje u smislu čl. 933. BGB odnosno stjecanja posjeda u smislu čl. 932. st. 1. r. 2. i 934. BGB.[2237] Onima koji se, umjesto „tjelesne predaje iz ruke u ruku", odluče za „predaju posjedovnom uputom" (njem. *Übergabe durch Besitzanweisung*) austrijsko pravo nužno ne osigurava zaštitu.[2238] Za austrijsku doktrinu prijeporno je uživa li stjecatelj zaštitu tek kad se domogne neposrednog posjeda vrijednosnih papira, za što je potrebno da mu ih nesamostalni posjednik stvarno isporuči, ili čim stekne posredni posjed, za što je dovoljno da nesamostalni posjednik primi ili prihvati posjedovnu uputu.[2239]

Zaštita poštenih stjecatelja ni u njemačkom ni u austrijskom pravu ne počiva na publicitetnoj funkciji posjeda. Budući da nije ni individualan ni neposredan, otuđiteljev posjed zbirno pohranjenih vrijednosnih papira odnosno zbirne isprave ne stvara, sam po sebi, vanjsku sliku otuđiteljevog subjektivnog prava na tim vrijednosnim papirima odnosno na toj ispravi ni pravni privid o titularu tog prava. Stjecatelj se ne može pouzdati u otuđiteljevo pravo oslanjajući se isključivo na činjenicu koja mu nije vidljiva. Za vanjsku sliku subjektivnog prava odnosno pravni privid o titularu tog prava, na što se stjecatelj može osloniti, nužna je – prema dominantnom shvaćanju doktrine – (i)[2240] uknjižba na račun odnosno upis u skrbničku knjigu.[2241] Tim činom skrbnik - kao netko tko ne budi sumnju zahvaljujući obvezi postupati s

[2236] Sukladno odredbi članka 932. r. 2. BGB, pošteni stjecatelj može steći vlasništvo od nevlasnika temeljem odredbe čl. 929. r. 2. BGB samo ako mu je nevlasnik prenio posjed. Sukladno odredbi čl. 933. BGB, ako stvar koju je otuđio sukladno čl. 930. BGB ne pripada otuđitelju stjecatelj postaje vlasnik kad mu otuđitelj preda stvar, osim ako u to vrijeme nije pošten. Sukladno odredbi čl. 934. BGB, ako stvar koju je otuđio sukladno čl. 931. BGB ne pripada otuđitelju koji je posredno posjeduje stjecatelj stječe vlasništvo ustupom zahtjeva kad primi posjed stvari od trećeg, osim ako u vrijeme ustupa odnosno stjecanja posjeda nije pošten.

[2237] O nezaštićenosti poštenih stjecatelja u tim slučajevima v. Behrends, Okko Hendrik, *op.cit*. (bilj. 247), § 24 Rd. 35, 80 – 83; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 213. - 214. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 67. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 44. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 95. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 91. *et seq*., 106. – 108.

[2238] Za razliku od njemačkog, austrijsko pravo posjedovnu uputu svrstava među surogate predaje (*i.e.* predaje očitovanjem).

[2239] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/117; Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 177.

[2240] Za suprotstavljena mišljenja oko toga je li uknjižba odnosno upis jedina ili dodatna vanjska slika subjektivnog prava, odnosno jedini ili dodatan nositelj pravnog privida o titularu tog prava v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 222. – 223. O tome v. i Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 111.

[2241] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 5; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 79; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 6 Rd. 7; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 113; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 190. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 256. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 252. Mülbert, Peter O., *op.cit*. (bilj. 27), str. 5. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 152., 219. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 170. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 65., 161. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 266., 290., 604. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 111., 113. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/120. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 155. – 156.

dužnom pozornošću i podvrgnutosti nadzoru - potvrđuje veličinu udjela u zbirnom portfelju i raspolaganje tim udjelom.[2242] Doktrina ne daje jednoznačan odgovor na pitanje o kojoj je uknjižbi odnosno upisu riječ. Shvaćanja se razlikuju oko toga oslanja li se stjecatelj na upis odnosno uknjižbu koja je prije raspolaganja provedena u korist otuđitelja (jer stjecatelj može pretpostaviti da je otuđitelj ovlašten raspolagati imovinom na svom računu) ili na upis odnosno uknjižbu koja je prilikom raspolaganja provedena u njegovu korist (jer stjecatelj nema uvid u otuđiteljev račun, a provedba takve uknjižbe sugerira ovlaštenje onoga tko je raspolagao)[2243] [2244]. Razlika u shvaćanjima postoji i oko toga tko treba provesti upis odnosno uknjižbu koja može poslužiti kao oslonac za *bona fide* stjecanje: središnji depozitorij ili stjecateljev (među)skrbnik.[2245] Manji dio doktrine problematizira ulogu uknjižbe odnosno upisa kao vanjske slike subjektivnog prava, odnosno nositelja pravnog privida o titularu tog prava. Kao glavni razlog *Einsele* spominje nedostatak publiciteta.[2246] Ograničeni publicitet u smislu vidljivosti onima kojima je omogućen uvid u evidencije skrbnika, po njezinom mišljenju, nije dovoljan. Možebitni problem postoji i u tome što, središnji depozitorij provedbom pripisa u vlastitim evidencijama sam stvara sliku na koju se – nastupajući u ulozi zastupnika stjecatelja odnosno stjecateljevog skrbnika - kasnije oslanja.[2247] Doktrina nije jedinstvena ni oko toga opravdava li zaštitu oslanjanje na vanjsku sliku subjektivnog prava, odnosno na nositelja pravnog privida o titularu tog prava. Po mišljenju *Micheler*, opravdanje za zaštitu povjerenje je sudionika pravnog prometa u skrbnike i neopterećenost imovine, kojom su skrbnici namirili

[2242] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/120; Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 131. O povjerenju u skrbničku knjigu v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 163. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 227., 229.

[2243] O obvezi čuvanja bankarske tajne kao razlogu zbog kojeg uknjižba na otuđiteljevom računu ne može stvoriti vanjsku sliku otuđiteljevog prava ni pravni privid o titularu tog prava v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/120; Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 253. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 47. Za kritiku takvog stava v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 227.

[2244] O oslanjanju poštenog stjecatelja na mogućnost onoga koji raspolaže (*i.e.* otuđitelja, založnog vjerovnika) da mu pribavi posjed (njem. *Besitzverschaffungsmacht*) v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 266. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 170. – 171.

[2245] Za tezu da je riječ o pripisu u evidencijama središnjeg depozitorija v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 113; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 38. Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 171. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 131. – 132., 137. Za tezu da je irelevantno tko je proveo pripis (*i.e.* središnji depozitorij ili međuskrbnik) v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/120. O jednakoj vrijednosti pripisa u evidencijama središnjeg depozitorija i stjecateljevog skrbnika v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 155. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 226., 229., 233., 604. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 111. – 112. *Cf.* Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 173. *et seq*., koja problematizira takvo izjednačavanje.

[2246] Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 177., 212. Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 47.

[2247] Koller, Ingo, Der gutgläubige Erwerb von Sammeldepotanteilen an Wertpapieren im Effektengiroverkehr, DB 1972, Nr. 39, 40, str. 1907. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 175. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 227. Za razliku od nekih drugih autora, ni *Koller* ni *Einsele* ni *Segna* ne smatraju da dvostruka uloga središnjeg depozitorija nužno isključuje mogućnost *bona fide* stjecanja.

transakciju, pravnim nedostacima.[2248] Umjesto na posjed ili na konkretnu uknjižbu, stjecatelj se oslanja na mehanizam knjiženja, odnosno posebnim zakonom uspostavljeni mehanizam prijenosa.[2249]

Kad vrijednosnim papirima raspolaže skrbnik koji je kreditna institucija, mogućnost *bona fide* stjecanja i u njemačkom i austrijskom pravu ograničava neoboriva „presumpcija tuđeg vlasništva" (njem. *Fremdvermutung*).[2250] Povjeri li skrbnik vrijednosne papire trećemu, smatra se da je trećem poznato da vrijednosni papiri ne pripadaju skrbniku (čl. 4. st. 1. dDepotG, čl. 9. dDepotG, čl. 9. st. 2. r. 1. öDepotG). Treći nije nužno podskrbnik ili založni vjerovnik već svaki onaj tko je vrijednosne papire primio u okviru bankovnog poslovanja, neovisno o svrsi zbog koje mu ih je skrbnik povjerio.[2251] Treći ne može *bona fide* steći stvarno pravo (*i.e.* pravo (su)vlasništva, založno pravo i pravo zadržanja) na povjerenim mu vrijednosnim papirima pouzdajući se u skrbnikovo vlasništvo tih vrijednosnih papira.[2252] S druge strane, „presumpcija tuđeg vlasništva" ni u njemačkom ni u austrijskom pravu ne isključuje mogućnost *bona fide* stjecanja pouzdajući se u ovlaštenje skrbnika za raspolaganje vrijednosnim papirima (čl. 366. st. 1. HGB; čl. 456. u svezi s čl. 368. st. 1. r. 2. ABGB).[2253] Podskrbnik se može pouzdati u konkludentno očitovanje (među)skrbnika da je ishodio potrebna ovlaštenja u potrebnoj formi za polaganje vrijednosnih papira na „Račun C" odnosno „Račun D".[2254] Mogućnost *bona fide*

[2248] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 214. O povjerenju u sustav (njem. *Systemvertrauen*) v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 643.
[2249] Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 217., 264.
[2250] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 1., 9, 16; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 87; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 98. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 109. Presumpcija vrijedi samo za vrijednosne papire pohranjene u Njemačkoj kojima se raspolaže primjenom njemačkog prava. Deponent ne uživa zaštitu kad su vrijednosni papiri (neovisno jesu li izdani po stranom ili domaćem pravu) isporučeni u inozemstvo ili ih skrbnik (ili netko za njegov račun) tamo već ima na pohrani. Presumpcija vrijedi samo kad je skrbnik kreditna institucija. Kad skrbnik nije kreditna institucija vrijedi presumpcija njegovog vlasništva (njem. *Eigenvermutung*). Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/84.
[2251] Za primjenu „presumpcije tuđeg vlasništva" nužno je da je skrbnik „povjerio" vrijednosne papire trećemu, koji ih može primiti radi polaganja na podskrbništvo, otuđenja, opterećenja, konverzije u druge vrijednosne papire, upisa drugih vrijednosnih papira ili deponiranja radi ostvarenja prava glasa. Znanje ili uvjerenje trećeg o tome je li onaj tko mu je povjerio vrijednosne papire skrbnik te sklapa li bankovne poslove nije relevantno. O tome v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 4; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 9 Rd. 2.
[2252] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 5. *Löber* spominje pravo vlasništva i založno pravo. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 9 Rd. 1. Iako *expressis verbis* odredba čl. 9. dDepotG proteže primjenu čl. 4. dDepotG na ostvarivanje založnog prava i prava zadržanja, *Rögner* smatra da – kao kod vrijednosnih papira - „presumpcija tuđeg vlasništva" ograničava mogućnost *bona fide* stjecanja udjela u zbirnom portfelju te založnog prava ili prava zadržanja na tim udjelima.
[2253] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 7; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 9 Rd. 3; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 5; § 12a Rd. 19; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 169. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 100. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 225. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 109. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/90. *Iro* takvu mogućnost objašnjava činjenicom da zalaganje vrijednosnih papira deponenata ulazi u redovito poslovanje depozitne banke.
[2254] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 31

stjecanja s osloncem u ovlaštenju za raspolaganje u oba prava suzuje zakonsko ograničenje po pitanju vrste raspolaganja na koje skrbnik može biti ovlašten i vrste tražbine radi osiguranja koje skrbnik može biti ovlašten raspolagati. Ako skrbnik ne bi mogao biti ovlašten za konkretno raspolaganje, ni treći ne bi mogao *bona fide* steći pravo pouzdajući se u skrbnikovo ovlaštenje za takvo raspolaganje. I njemačko i austrijsko pravo trećeg štiti samo ako je *bona fide* stekao založno pravo ili pravo zadržanja na vrijednosnim papirima odnosno udjelima u zbirnom portfelju, i to radi osiguranja tražbine koja je, ili nastala u svezi s tim vrijednosnim papirima odnosno udjelima u zbirnom portfelju („koneksne tražbine“) ili je osigurana tim vrijednosnim papirima odnosno udjelima u zbirnom portfelju temeljem pojedinog ugovora koji je treći sklopio sa skrbnikom (čl. 4. st. 1. r. 2. i čl. 9. dDepotG; čl. 9. st. 2. r. 2. öDepotG).[2255] To su jedine dvije vrste tražbina radi osiguranja kojih skrbnik može, temeljem zakona ili pravnog posla, biti ovlašten dopustiti zasnivanje založnog prava ili prava zadržanja na pohranjenim vrijednosnim papirima odnosno udjelima u zbirnom portfelju u korist trećeg.[2256] Pouzdajući se u skrbnikovo ovlaštenje za raspolaganje treći, stoga, ne može *bona fide* steći ni suvlasništvo vrijednosnih papira, ni založno pravo odnosno pravo zadržanja radi osiguranja tražbine druge vrste. Kod tražbina osiguranih vrijednosnim papirima odnosno udjelima u zbirnom portfelju temeljem pojedinog ugovora, ni njemačko ni austrijsko pravo zaštitu ne proteže na sve treće već njome obuhvaća samo (pod)skrbnike (čl. 12. dDepotG, čl. 10. st. 1. öDepotG), te burze, njihove upravitelje (njem. *Träger*) ili pravne osobe (njem. *rechtfähige Stelle*) kojima se burze koriste za namiru transakcija (čl. 12a dDepotG).[2257]

I u njemačkom i u austrijskom pravu treći može *bona fide* steći pravo na povjerenim mu vrijednosnim papirima odnosno udjelima u zbirnom portfelju i onda kad mu skrbnik koji je kreditna institucija da netočnu „obavijest o svom vlasništvu“ (njem. *Eigenanzeige*).[2258] Davanjem takve obavijesti otpadaju „presumpcija tuđeg vlasništva“ i ograničenja glede vrste tražbine koja može biti osigurana založnim pravom i pravom zadržanja na vrijednosnim papirima (čl. 4. st. 2. i čl. 9. dDepotG; čl. 9. st. 3. öDepotG).[2259] Pouzdajući se *in bona fide* u vlasništvo skrbnika na vrijednosnim papirima koje proizlazi iz takve obavijesti, treći može steći

[2255] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 10. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/90; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-7.
[2256] O te dvije vrste tražbina podrobnije v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 11 – 12; Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/83, 4/86; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-7.
[2257] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 12; Walz, Christian; Frey, Peter, *op.cit*. (bilj. 702), § 12 Rd. 7. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/87.
[2258] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 32; O propisanim formalnim zahtjevima koje treba zadovoljiti takva obavijest („za svaki pojedini posao, izričito i u pisanom obliku“) kad je skrbnik daje podskrbniku koji je kreditna institucija, v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 15.
[2259] Za njemačko pravo v. Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 13; § 9 Rd. 4. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/91; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 6-7.

založno pravo odnosno pravo zadržanja bez ograničenja iz čl. 4. st. 2. r. 2. dDepotG odnosno čl. 9. st. 2. r. 2. öDepotG. U vlasništvo (među)skrbnika treći se može *in bona fide* pouzdati samo ako nema razloga osnovano sumnjati u točnost te obavijesti.[2260] Ako takav razlog postoji, treći – da mu se ne bi mogla spočitnuti krajnja nepažnja i time dovesti u pitanje njegovo poštenje – treba poduzeti odgovarajuće provjere.[2261]

Ni njemačko ni austrijsko pravo zaštitu ne uskraćuje poštenim stjecateljima suvlasničkog dijela zbirne isprave.[2262] U njemačkoj pravnoj književnosti zaštitu problematiziraju samo oni autori koji trajnoj zbirnoj ispravi negiraju podobnost biti objektom posrednog suposjeda. Nemogućnost stjecanja posrednog suposjeda trajne zbirne isprave, zbog nepostojanja zahtjeva posrednog posjednika prema nesamostalnom posjedniku za predaju stvari koju posjeduje za njega, priječila bi (*bona fide*) stjecanje suvlasničkog dijela takve isprave.[2263]

Osim poštenih stjecatelja udjela u zbirnom portfelju (odnosno suvlasničkih dijelova zbirne isprave), njemačko i austrijsko pravo štite i poštene stjecatelje tzv. zbirnih registarskih tražbina (njem. *Sammelschuldbuchforderungen*) odnosno tzv. saveznih registarskih tražbina (njem. *Bundesschuldbuchforderungen*) te zbirno upisanih elektroničkih vrijednosnih papira odnosno digitalne zbirne isprave. Iako je *de facto* riječ o tražbinama, za zaštitu je zaslužna zakonska fikcija (čl. 6. st. 2. BschuWG, čl. 12. st. 2. BundesschuldbuchV; čl. 2. st. 2. i 3. eWpG; čl. 1. st. 4. r. 4. öDepotG) koja ih izjednačuje s vrijednosnim papirima i podvrgava pravilima koja vrijede za vrijednosne papire.[2264]

Ni njemačko ni austrijsko pravo ne štiti poštene stjecatelje tražbina prema banci dokumentiranih WR-pripisom ni založnog prava na takvim tražbinama.[2265] Za zaštitu stjecatelja

[2260] Löber, Klaus M., *op.cit*. (bilj. 10), § 4 Rd. 15
[2261] Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 33
[2262] Za njemačko pravo v. Scherer, Peter, Martin, Christian, *op.cit*. (bilj. 13), § 9a Rd. 5, 29. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/26, 4/120.
[2263] LC, 3. seminar, *op.cit*. (bilj. 14), Rd. 1.142
[2264] Za njemačko pravo v. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 66; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.82, 18.97; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 34., 60. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 159., 430. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 125., 225. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 304. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 374. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 146. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/127; Micheler, Eva, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 5), str. 156. Ebner, Florian; Kalss, Susanne, *op.cit*. (bilj. 30), str. 371., 379. – 380. Wieselmann, Paul, *op.cit*. (bilj. 15), str. 85., 93., 110.
[2265] Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 167; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 174. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 44. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 204. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 352., 355. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/128.

nije dovoljna „opredmećenost“ takvih tražbina, koja je posljedica njihovih izraženih stvarnopravnih elemenata.

8.3 Američko pravo

Ni američko pravo ne propušta zaštititi određene stjecatelje prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. Glavni motiv za zaštitu načelo je konačnosti namire, kojem američko pravo pridaje veliku važnost.[2266] Mogućnost restitucije od nezaštićenih stjecatelja ostavlja prostor za razvrgavanje namirenih transakcija, što u većini slučajeva nije u javnom interesu. Štiteći stjecatelje američko pravo ne radi razliku ovisno o tome je li objekt stjecanja pravo – i ako je, je li stečeno bezuvjetno ili radi osiguranja – ili ograničeno stvarno pravo na pravu.[2267] Stjecatelje američko pravo štiti neovisno je li stjecanje derivativno pa stečeno pravo može imati pravni nedostatak ili originarno kad – zbog koincidencije nastanka i stjecanja – pravni nedostatak stečenog prava nije moguć.[2268]

Zaštita koja - uspoređujući je s onom koju pružaju poredbena prava - trenutno prednjači svojim intenzitetom, stjecateljima nije oduvijek dostupna.[2269] Do stupanja na snagu novele čl. 8. UCC 1994. godine američko pravo štitilo je isključivo stjecatelje koji su pravo stekli upisom u evidencije društva za poravnanje (§ 8-313(2) r. 1. UCC 1978 u svezi s § 8-313(1)(g) UCC 1978). Svi ostali, koji su pravo stekli upisom u evidencije intermedijera na nižoj kariki skrbničkog lanca (§ 8-313(1)(d)(ii) ili (iii) UCC 1978), bili su primorani trpjeti rizik pravnih nedostataka.[2270] Načelna nedostupnost zaštite posljedica je načina držanja vrijednosnih papira (*i.e.* zbirne pohrane) i pratećih rizika za ulagatelje (*i.e.* rizika nastanka manjka u zbirnom portfelju). Zaštita, koja djeluje tako što predmet stjecanja oslobađa pravnih nedostataka u vidu konkurirajućih prava odnosno suprotstavljenih zahtjeva, može – po ondašnjem shvaćanju američkog zakonodavca - biti dostupna isključivo stjecateljima samostalnog prava (*i.e.* vlasništva, a ne suvlasništva) na pojedinačno određenom objektu (*i.e.* konkretnom

[2266] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 631., 642. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1460. *et seq.* Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 240.
[2267] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1533.
[2268] O nepostojanju potrebe za pravnom zaštitom stjecatelja ovlasti, koju stjecatelj u pravilu stječe originarno v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 165., 167. O razlozima za takvu pravnu zaštitu stjecatelja ovlasti, koji proizlaze iz načela pravičnosti (engl. *principles of equity*), v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 239. – 240.
[2269] Osim pretpostavke izostanka koluzije, veći intenzitet zaštite posljedica je navaljivanja tereta dokaza na imatelja suprotstavljenog zahtjeva. O značajnom unaprjeđenju zaštite stjecatelja u američkom pravu v. i Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-058.
[2270] Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 333. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 453., 457. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 639., 652. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1467. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 321. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 200. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 212. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 335., 343., 389., 547. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 161.

vrijednosnom papiru, a ne zbirnom portfelju fungibilnih vrijednosnih papira). Pravu glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira nužno konkuriraju istovrsna prava drugih osoba u jednakom položaju. Stjecatelja takvog prava ne može se zaštititi od takvih prava drugih nositelja glede istog zbirnog portfelja. Zaštita, koja omogućuje stjecanje prava, nepomirljiva je s obvezom stjecatelja da (djelomično) snosi teret manjka u zbirnom portfelju, koja rezultira prestankom prava ili njegovim smanjenjem.[2271] Zaštita stjecatelja na najvišoj kariki skrbničkog lanca odraz je uvjerenja u nemogućnost nastanka manjka u zbirnom portfelju društva za poravnanje zahvaljujući strogom uređenju i pomnom nadzoru njegovog poslovanja.[2272]

Novela čl. 8. UCC iz 1994. godine zaštitu je protegnula na ostale karike skrbničkog lanca.[2273] Ako su za to ispunjene propisane pretpostavke, suvremeno američko pravo štiti stjecatelje ovlasti (§ 8-502 UCC 1994, § 8-510(a) UCC 1994), prava na ovlasti (§ 8-510(a) UCC 1994)[2274] te financijske imovine i prava na toj imovini (§ 8-503(e) UCC 1994).[2275] Među propisane pretpostavke spadaju ispunjenje protučinidbe (engl. *value*) (§ 8-502 UCC 1994, 8-510(a) UCC 1994, 8-503(e) UCC 1994), neobaviještenost o suprotstavljenom zahtjevu (engl. *notice of adverse claim*) (§ 8-502 UCC 1994, § 8-510(a) UCC 1994), izostanak koluzije (engl. *collusion*) s intermedijerom prilikom kršenja njegove obveze pribaviti i držati pokriće za ovlasti (§ 8-503(e) UCC 1994) i uspostava kontrole (§ 8-510(a) UCC 1994, § 8-503(e) UCC 1994). Držeći se tzv. „načela zaklona“ (engl. *shelter principle*), suvremeno američko pravo štiti stjecatelje ovlasti i prava na ovlasti koji su ih stekli od zaštićenih ovlaštenika, neovisno o tome jesu li i u odnosu na njih ispunjene propisane pretpostavke (§ 8-510(b) UCC 1994).[2276]

[2271] Smatralo se da bi manjak u zbirnom portfelju doveo do međusobno isključivih zahtjeva dva ili više poštena stjecatelja i nužnog narušavanja pravnog položaja jednog ili više njih. O tome v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1467. – 1468. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 5. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 653.

[2272] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 455. Schroeder / Gray Carlson, *op.cit*. (bilj. 88), str. 639., 653. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1468. Mooney Jr., Charles W., Beyond Negotiability, *op.cit*. (bilj. 5), str. 400. *Mooney* spominje i korist takve zaštite za tržište u cjelini. Štiteći stjecatelje na najvišoj kariki skrbničkog lanca američko pravo zaklanja stjecatelje na nižim karikama lanca od pravnih nedostataka povezanih s članom društva za poravnanje i nižim karikama skrbničkog lanca na strani prenositelja (tzv. načelo zaklona (engl. *shelter principle*)). *Contra* Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 322. Takvo zakonsko rješenje *Garvin* smatra slučajnim, zbunjujućim pa čak i štetnim.

[2273] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1463., 1469. Donald, David C., *op.cit*. (bilj. 5), str. 44. Protezanje zaštite i uklanjanje nedoumica s tim u svezi spada među glavne ciljeve novele. Garvin, Larry T., *op.cit*. (bilj. 17), str. 323.

[2274] O zaštiti koju odredba § 8-510(a) UCC 1994 pruža stjecateljima prava radi osiguranja na ovlasti na vrijednosne papire, koje su stekli od ovlaštenika v. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 18.

[2275] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 653. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 710. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 402. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 13; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 101.

[2276] Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 102. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 93. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 308. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 211. – 212. O tom načelu u starijem američkom pravu v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 334.

Na zaštitu ne mogu računati stjecatelji koji su ovlast, prava na ovlasti, financijsku imovinu ili prava na toj imovini stekli besplatno.

Kod stjecanja ovlasti i prava na ovlasti, pretpostavka za zaštitu neobaviještenost je o suprotstavljenom zahtjevu. Pojam „suprotstavljeni zahtjev" (engl. *adverse claim*)[2277] označava zahtjev utemeljen na stvarnom pravu na financijskoj imovini koje druga osoba krši držanjem, prijenosom ili postupanjem s tom financijskom imovinom (§ 8-102(a)(1) UCC 1994).[2278] Za takav zahtjev nije dovoljno stvarno pravo na financijskoj imovini, već je potrebno kršenje tog prava na neki od zakonom propisanih načina.[2279] Stjecatelj je obaviješten o suprotstavljenom ako: (stvarno)[2280] zna za suprotstavljeni zahtjev (§ 8-105(a)(1) UCC 1994); je svjestan činjenica koje su dovoljne da ukažu na značajnu vjerojatnost postojanja suprotstavljenog zahtjeva i ako namjerno izbjegava podatke kojima bi bio obaviješten (§ 8-105(a)(2) UCC 1994); ili ga zakon ili propis obvezuje da istraži postojanje suprotstavljenog zahtjeva i ako bi se takvom istragom utvrdilo njegovo postojanje (§ 8-105(a)(3) UCC 1994). Takva obavijest može, stoga, biti posljedica stvarnog znanja, namjernog neznanja ili kršenja propisane obveze na istraživanje.[2281]

Za razliku od obavijesti o drugim činjenicama (§ 1-202(a)(3) UCC 2001), osoba nema obavijest o suprotstavljenom zahtjevu unatoč tome što iz svih činjenica i okolnosti koje su joj u to vrijeme poznate ima razloga znati (engl. *has reason to know*) da takav zahtjev postoji. Skrivljeno neznanje treba biti posljedica namjere, a ne nepažnje.[2282] Presumirano znanje (engl.

[2277] U njemačkoj literaturi (Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 165; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 335.) taj pojam prevodi se kao „prava trećeg" (njem. *Anspruch eines Dritten*), odnosno „prava trećih" (njem. *Rechte Dritter*) .

[2278] Temeljenje suprotstavljenog zahtjeva na stvarnom pravu *Mooney* i *Kanda* smatraju preuskim. Po njihovom mišljenju, stjecatelje bi trebalo zaštititi i od zahtjeva utemeljenih na *e.g.* obveznom pravu. O tome v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 105. – 106.

[2279] Potreba za kršenjem stvarnog prava na neki od zakonom propisanih načina privukla je pozornost američke doktrine. Osim upitnog značenja pojmova „držanje" (engl. *holding*) i „postupanje s" (engl. *dealing with*) te popratnih nedoumica poveznih s utvrđivanjem kršenja stvarnog prava na financijskoj imovini na taj način, razlog tome prijepor je oko pitanja može li pravo radi osiguranja na financijskoj imovini biti temelj za suprotstavljeni zahtjev. Naime, izričita zakonska (§ 9-401(b) UCC 2010) zaštita učinaka naknadnog raspolaganja predmetom osiguranja od strane davatelja osiguranja protivno zabrani koju je preuzeo ugovorom s primateljem osiguranja navodi na zaključak da takvo raspolaganje ne predstavlja kršenje stvarnog prava primatelja osiguranja na financijskoj imovini. Zaštita poštenih stjecatelja od suprotstavljenih zahtjeva i nepodobnost prava radi osiguranja da bude temelj takvog zahtjeva dovode to toga da, unatoč poštenju, stjecatelj financijsku imovinu stječe opterećenu pravom radi osiguranja. Budući da takav ishod nije očekivan ni poželjan *Schroeder* zagovara izmjenu definicije pojma „suprotstavljeni zahtjev" tako da izrijekom obuhvati pravo radi osiguranja. O tome podrobnije v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 745., 747. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 442. - 443.

[2280] Sukladno odredbi § 1-202(b) UCC 2001, pojam „zna" znači stvarno zna (engl. *actually knows*).

[2281] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1473. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 644. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 676. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 213.

[2282] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 645. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 59.

constructive knowledge), koje je rezultat postojanja razloga za (stvarno) znanje, nije dovoljno za obavijest o suprotstavljenom zahtjevu u smislu odredbe § 8-105(a) UCC 1994. Zbog toga obavijest o suprotstavljenom zahtjevu glede financijske imovine ne može biti posljedica podnošenja financijske izjave sukladno čl. 9. UCC (§ 8-105(e) UCC 1994).[2283] Neuzimanje u obzir razloga za znanje prilikom prosudbe stjecateljeve obaviještenosti o suprotstavljenom zahtjevu podijelilo je američku doktrinu.[2284] Zagovornici takvog zakonskog rješenja (*e.g. Hakes*) opravdavaju ga problematičnošću presumiranja znanja na vrlo likvidnim tržištima vrijednosnih papira, dok mu kritičari (*e.g. Facciolo*) predbacuju otežavanje ovlašteniku dokazivanja da nisu ispunjene pretpostavke za zaštitu stjecatelja i destimuliranje financijskih institucija da se uzajamno nadziru u poslovanju.[2285]

Stjecatelj načelno nema obvezu istraživati (engl. *duty of inquiry*) postoji li suprotstavljeni zahtjev.[2286] Za nastanak takve obveze potrebna je posebna (pod)zakonska osnova. Nije dovoljno znanje stjecatelja da financijsku imovinu ili pravo na financijskoj imovini prenosi osoba u ulozi zastupnika (§ 8-105(b) r. 1. UCC 1994). Osim što ne rezultira njegovom obaviješću o suprotstavljenom zahtjevu, takvo znanje stjecatelja ne obvezuje da istraži ima li zastupnik odgovarajuće ovlaštenje za prijenos. Oprečni učinak ima znanje o zastupnikovom kršenju obveze prema zastupanom, poput prijenosa financijske imovine ili prava na toj imovini ili korištenja ostvarenog utrška u svoju korist umjesto u korist zastupanog (§ 8-105(b) r. 2. UCC 1994). Stjecatelj s takvim znanjem obaviješten je o suprotstavljenom zahtjevu. Zaštite od konkretne tužbe stjecatelja ne lišava obavijest o bilo kojem

[2283] Podnošenje iz čl. 9. UCC tradicionalno se smatra presumiranom obaviješću trećim osobama (engl. *constructive notice*). O tome v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 442.

[2284] Presumirano znanje izgubilo je na važnosti stupanjem na snagu novele čl. 8. UCC 1994. godine, kojom je zakonski tekst upotpunjen definicijom pojma „obavijest o suprotstavljenom zahtjevu". Dotad se na suprotstavljene zahtjeve primjenjivala definicija pojma „obavijest" (engl. *notice*) iz odredbe § 1-202 UCC 1978, koja je uključivala *inter alia* „razlog za znanje". Postojanje razloga za znanje bilo je, stoga, dovoljno za obavijest stjecatelja o suprotstavljenom zahtjevu u smislu odredbe § 8-304 UCC 1978. O tome v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 675. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 336.

[2285] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 676., 677. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 645., 651. – 652. Budući da je presumirano znanje bilo kadro lišiti ga zaštite, stjecatelj je do stupanja na snagu novele čl. 8. UCC 1994 trebao voditi računa o načinu na koji prenositelj posluje. Navaljivanje obveza i odgovornosti na stjecatelja, koji je u većini slučajeva financijska institucija, *Facciolo* opravdava njegovim poznavanjem običaja na tržištu i sudionika tog tržišta. Isključivanje presumiranog znanja novelom čl. 8. UCC iz 1994. godine otvorilo je prostor za zaštitu stjecatelja koji ne postupa s dužnom pozornošću. Po mišljenju *Facciola*, takva zakonska promjena dovela je do slabljenja međusobnog nadzora tržišnih sudionika i prevaljivanja tereta i odgovornosti za njegovu provedbu na formalno nadzorno tijelo. Osim toga, *Facciolo* smatra da nije realno očekivati da ovlaštenik može dokazati stvarno znanje ili namjerno neznanje stjecatelja o suprotstavljenom zahtjevu glede financijske imovine u trenutku stjecanja.

[2286] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 453. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 213.

suprotstavljenom zahtjevu, već isključivo o onom na kojem se temelji ta tužba.[2287] Tužbu koja se temelji na suprotstavljenom zahtjevu glede financijske imovine (§ 8-502 UCC 1994) ili ovlasti (§ 8-502, 8-510(a) UCC 1994) tužitelj može podnijeti protiv stjecatelja ovlasti (§ 8-502, 8-510(a) UCC 1994) ili prava na ovlasti (§ 8-510(a) UCC 1994) samo ako je potonji prilikom stjecanja imao obavijest o upravo tom zahtjevu.[2288] Stjecateljeva obaviještenost o suprotstavljenom zahtjevu druge osobe tužitelju ne omogućuje da protiv stjecatelja ostvari svoj zahtjev. Konkretizaciju suprotstavljenog zahtjeva, koju zakonodavac opravdava činjenicom da „je određeno pravo ovlaštenika na financijskoj imovini koju drži njegov intermedijer nužno predmet prava ostalih", doktrina dominantno kritizira.[2289] Time je, po mišljenju *Guttmana*, dokazivanje stjecateljeve obaviještenosti postalo nesavladiva prepreka.[2290]

Kod stjecanja financijske imovine i prava na financijskoj imovini, pretpostavka za zaštitu izostanak je koluzije stjecatelja s intermedijerom prilikom kršenja intermedijerove obveze da pribavi i drži pokriće za ovlasti. Obavijest o suprotstavljenom zahtjevu ovlaštenika glede financijske imovine nije dovoljna da stjecatelj ostane bez zaštite. Čak i ako zna za konkretan suprotstavljeni zahtjev, stjecatelj financijske imovine ili prava na financijskoj imovini uživa zaštitu dokle god ne šuruje s intermedijerom vezano uz kršenje obveze iz odredbe § 8-504 UCC 1994.[2291] Što je potrebno za koluziju nazire se iz službenog komentara dvaju zakonskih odredaba. Osim što „treća osoba treba biti sudionik štetnog događaja" (komentar br. 2 uz odredbu § 8-503 UCC 1994), kod koluzije vrijedi standard sličan onom kod pravila o izvanugovornoj odgovornosti za štetu treće osobe kao štetnikovog pomagača (komentar br. 5 uz odredbu § 8-115 UCC 1994).[2292] Pomagač načelno odgovara ako je djelovao usklađeno sa štetnikom prema zajedničkom planu, odnosno ako mu je pružio značajnu pomoć i poticaj u

[2287] Do stupanja na snagu novele čl. 8. UCC 1994. godine za gubitak zaštite dovoljna je bila obavijest o bilo kojem suprotstavljenom zahtjevu (engl. „*any adverse claim*"). Konkretizacija suprotstavljenog zahtjeva zaokret je u normativnom pristupu zaštiti stjecatelja. Takvo rješenje američki zakonodavac zadržao je za neposredno držane vrijednosne papire (§ 8-303 UCC 1994). O tome v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 756.

[2288] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 654., 655. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 714., 756. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 236. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 213.

[2289] Komentar br. 1 uz odredbu § 8-502 UCC 1994. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 655. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 756. Budući da je ovlast po svojoj naravi srazmjerno pravo, ovlaštenik neminovno zna za prava drugih ovlaštenika (i intermedijera) na zbirnom portfelju financijske imovine, i to ga znanje ne treba lišiti zaštite. Zakonodavčevo opravdanje *Facciolo* ocjenjuje neuvjerljivim smatrajući da bi primjerenije bilo iz dosega pojma „suprotstavljeni zahtjev" izuzeti srazmjerna prava ostalih ovlaštenika. U konkretizaciji suprotstavljenog zahtjeva *Hakes* prepoznaje promjenu ključnog pravozaštitnog kriterija sa stjecateljevog poštenja na pozornost tužitelja i trud koji je uložio u publiciranje svog prava.

[2290] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 655.

[2291] Iako to iz zakonskog teksta izrijekom ne proizlazi, *Hakes* smatra da koluzija ne treba nužno postojati u vrijeme stjecanja financijske imovine, ako postoji u vrijeme uspostave kontrole nad stečenom financijskom imovinom. O tome v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 720.

[2292] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 656. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 758.

postupanju za koje je znao da predstavlja povredu obveze. Osim stjecateljevog znanja da određeno postupanje intermedijera predstavlja povredu njegove zakonske obveze, za koluziju potreban je i stjecateljev angažman u vidu hotimičnog činjenja ili propuštanja.[2293] Nije dovoljno – kao kod pretpostavke neimanja obavijesti o suprotstavljenom zahtjevu – znanje o postupanju drugog koje zavređuje osudu, već je potrebno osobno sudjelovanje u takvom postupanju.[2294] Osim aktivnog doprinosa najmanje dva subjekta, koluzija – po mišljenju *Schroeder* – zahtijeva namjeru intermedijera da povrijedi prava ovlaštenika.[2295] Iako judikatura u nekim slučajevima koluziju tumači vrlo restriktivno obuhvaćajući samo zavjereničko postupanje koje počiva na zlonamjernoj interakciji sudionika u zavjeri, doktrina i zakonodavac protežu je na usklađeno djelovanje i postupanje sa svrhom kršenja prava ovlaštenika ili sa stvarnim znanjem o kršenju tih prava.[2296] Sa stvarnim znanjem zakonodavac izjednačuje namjerno neznanje, koje je posljedica odbijanja primitka ili prosljeđivanja obavijesti relevantnoj osobi. Po mišljenju *Wooda*, koluzija je otprilike isto što i nepoštenje.[2297] Da bi izbjegao koluziju, stjecatelj nije obvezan istraživati.[2298]

Kodifikacija izostanka koluzije, kao pretpostavke za zaštitu stjecatelja financijske imovine ili prava na financijskoj imovini, izazvala je podijeljene, dominantno negativne reakcije doktrine. Zaštitu stjecatelja koji je obaviješten o suprotstavljenom zahtjevu ali nije postupao u koluziji s intermedijerom dio doktrine (*e.g. Facciolo*, *Hakes*) smatra prekomjernom i neopravdanom.[2299] Kritičari upozoravaju i na negativne učinke usporednog postojanja

[2293] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 758. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 238.
[2294] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1536. – 1537. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 477. Po mišljenju *Schroeder*, nije dovoljno stjecateljevo znanje, faktično nepoštenje ili nepostupanje u skladu s razumnim trgovačkim standardima, već je potrebna njegova afirmativna uključenost u protupravno postupanje. Khimji, Mohamed F., *op.cit*. (bilj. 8), str. 319.
[2295] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 478. – 479. *Schroeder* isključuje mogućnost koluzije afirmativno nepoštenih stjecatelja i poštenih, ali lakovjernih ili nesposobnih intermedijera. Primjerice, ne može biti govora o koluziji brokera-*dealera* i agenta za poravnanje ako broker-*dealer* nije znao da je agent za poravnanje (*i.e.* intermedijer brokera-*dealera*) zlorabio faktičnu mogućnost raspolaganja financijskom imovinom koju drži za svoje klijente tako što ju je u svojim evidencijama preknjižio s odvojenog na klirinški račun i na taj način učinio predmetom svog prava radi osiguranja i podvrgnuo svojoj kontroli. O koluziji može biti govora samo ako je broker-*dealer* pristao na takvo raspolaganje agenta za poravnanje i, samim time, vlastito kršenje zakonske obveze prema svojim ovlaštenicima. *Cf*. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 166., koji smatra da sudovi ne bi podržali prijenos ako bi iz okolnosti slučaja jasno proizlazilo da je primatelj trebao znati za mogućnost nepravilnosti na strani prenositelja, bila ona posljedica namjere ili nepažnje.
[2296] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 658., 659. Judikatura koluziju smatra užom od nepoštenja tako da *mala fide* postupanje ne mora biti dovoljno za koluziju. Kao pokazatelj stajališta zakonodavca korištena je „izjava o zakonodavnoj namjeri" (engl. *statement of legislative intent*) iz preambule zakona kojim je novela čl. 8. UCC iz 1994. godine implementirana u pravo savezne države New York. O tome v. i Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 214.
[2297] Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-020
[2298] Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 299. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 214.
[2299] Po mišljenju *Facciola* (Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 655., 701.), potreba da dokaže koluziju stjecatelja i intermedijera nepremostiva je zapreka za ovlaštenika i razlog za zabrinutost individualnih ulagatelja.

zakonskih pretpostavki, koje nisu jasno razgraničene, na pravnu sigurnost.[2300] [2301] Pravna podvojenost ima, po mišljenju *Hakesa*, i neželjenu popratnu pojavu u vidu neopravdanog privilegiranja osiguranih vjerovnika intermedijera u odnosu na ovlaštenike.[2302] Osim zbog pravne podvojenosti, kritičari negoduju i zbog zaštite intermedijera u ulozi stjecatelja financijske imovine na jednak način kao onda kad u ulozi nalogoprimca raspolažu financijskom imovinom izvršavajući ovlasni nalog (§ 8-115 UCC 1994).[2303] Dio doktrine (*e.g. Rogers*, *Schroeder*) podržava zakonodavčev odabir opravdavajući ga specifičnim okolnostima slučaja i

Hakes (Hakes, Russell A., *op.cit.* (bilj. 5), str. 761., 762., 785.) smatra da oslanjanje na koluziju ovlaštenike izvrgava većem riziku nego što je to potrebno. Po njegovom mišljenju, ne postoji važan razlog koji bi opravdao zaštitu stjecatelja koji je znao da postupajući na određeni način intermedijer krši svoju zakonsku obvezu prema ovlašteniku samo zato što nije dao svoj aktivni doprinos tom kršenju. Ni *Schroeder* (Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 299.), koja načelno podupire pravilo iz § 8-503(e) UCC 1994, ne ustručava izraziti osobnu zabrinutost u (ne)etičnost zaštite osobe koja se ne obazire na poznato joj ranije pravo druge osobe. Promišljanja o prekomjernosti zaštite nadahnute su spoznajom da stjecatelje financijske imovine od ovlaštenika štite i pretpostavke iz odredbe § 8-503(d) UCC 1994. *Hakes* problematizira potrebu za teže dokazivom pretpostavkom imajući u vidu činjenicu da se u većini slučajeva ovlaštenik ne može domoći stadija dokazivanje te pretpostavke. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 238. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 250. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.112.

[2300] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 761. Pokušaj *Hakesa* da odredi činjeničnu osnovu na kojoj bi sudovi sa sigurnošću mogli utvrditi postojanje koluzije, ali ne i obavijesti o suprotstavljenom zahtjevu i obratno nije polučio uspjeh. Po njegovom mišljenju, stjecateljevo poznavanje činjenice da sklapanjem transakcije intermedijer krši obvezu prema ovlašteniku dovoljno je za koluziju intermedijera i stjecatelja prilikom kršenja te obveze. Ni *Rogers* ne osporava da je riječ o tankoj granici, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1536. Po njegovom mišljenju, kod obavijesti težište je na mogućnosti stjecatelja da otkrije tuđe postupanje vrijedno osude, dok je kod koluzije odlučujuće stjecateljevo osobno sudjelovanje u takvom postupanju. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 238.

[2301] Zakonodavčevu bojazan da bi nadomještanje pretpostavke izostanka koluzije pretpostavkom izostanka obavijesti o suprotstavljenom zahtjevu ugrozilo siguran i učinkovit sustav za poravnanje i namiru vrijednosnih papira prinudivši intermedijere na istraživanje kakva prava postoje na predmetu transakcije i tko je njihov nositelj (komentar br. 10 uz odredbu § 8-102 UCC 1994 i komentar br. 3 uz odredbu § 8-503 UCC 1994) *Hakes* (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 759., 760.) smatra neopravdanim iz više razloga. Osim što primjena pretpostavke izostanka obavijesti o suprotstavljenom zahtjevu ne povlači za sobom obvezu istraživanja, nije riječ o novini s neizvjesnim učincima primjene već o sastavnom dijelu druge dvije zakonske odredbe (§§ 8-502 i 8-510(a) UCC 1994) u okviru kojih nije doveo do neželjenih posljedica. *Rogers*, koji se tijekom zakonodavnog postupka zalagao za potpuno nadomještanje obavijesti o suprotstavljenom zahtjevu koluzijom, nesklad pripisuje zakonodavčevoj bojazni od preintenzivnog zahvata u zakonski tekst, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1535.

[2302] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 762. Na zaštitu od intermedijerovog osiguranog vjerovnika stjecatelj može računati samo ako je ovlast stekao bez obavijesti o suprotstavljenom zahtjevu, dok je za zaštitu od ovlaštenika dovoljno da financijsku imovinu ili prava na nju nije stekao postupajući u koluziji s intermedijerom prilikom kršenja njegovih obveza iz odredbe § 8-504 UCC 1994. Osigurani vjerovnici u povoljnijem su položaju i u ulozi tužitelja, kad trebaju dokazati stjecateljevu obaviještenost, i u ulozi stjecatelja, kad ovlaštenik treba dokazati njihovu koluziju. Postavljanje više prepreke pred ovlaštenike u odnosu na intermedijerove osigurane vjerovnike *Hakes* objašnjava neizglednošću tužbi ovlaštenika protiv stjecatelja financijske imovine koji nije osigurani vjerovnik intermedijera zbog poteškoća povezanih s ulaskom u trag. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 239.

[2303] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 759. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 709. *Hakes* ne smatra uvjerljivom tezu da bi zakonsko uređenje raspodjele rizika gubitka imovine između dva oštećenika trebalo slijediti zakonski mehanizam zaštite (poštenog) nalogoprimca od odgovornosti za štetu koju uzrokuje izvršavanjem naloga (nepoštenog) nalogodavca (engl. *ministerial acts*). Po njegovom mišljenju, prikladnost za zaštitu štetnika koji je štetu počinio ispunjavajući svoju obvezu prema trećemu, koji ga je na to potaknuo protupravnim postupanjem, koluziju ne promovira u prikladno sredstvo za zaštitu štetnikovog pomoćnika koji je omogućio nastanak štete stjecanjem imovine kojom je štetnik protupravno raspolagao. Pravnopolitičku pozadinu zakonodavčevog oslanjanja na koluziju u te dvije činjenično posve različite situacije *Facciolo* prepoznaje u konačnosti i zaštiti intermedijera u svim mogućim okolnostima.

svrhovitošću.[2304] Zakonodavac je uvjeren da se oslanjanjem na koluziju postiže ravnoteža između potrebe za likvidnošću tržišta financijske imovine i konačnošću namire transakcija na tom tržištu, s jedne strane, te potrebe za onemogućavanjem zlouporabe od strane stjecatelja koji su voljni zajedno s intermedijerom sudjelovati u kršenju prava intermedijerovih klijenata ili mu u tome pomoći, odnosno koji djeluju stvarno znajući za intermedijerovo protupravno postupanje, s druge strane.[2305]

Među pretpostavke za zaštitu spada i uspostava kontrole na ovlasti (§ 8-510(a) UCC 1994) odnosno na financijskoj imovini (§ 8-503(e) UCC 1994).[2306]

Kontrolu na ovlasti stjecatelj uspostavlja tako da postane ovlaštenik (§ 8-106(d)(1) UCC 1994) ili da intermedijer pristane izvršavati njegove ovlasne naloge bez suglasnosti ovlaštenika (§ 8-106(d)(2) UCC 1994) ili da druga osoba ostvaruje kontrolu za njega (§ 8-106(d)(3) UCC 1994).[2307] Kontrolu na ovlasti svog klijenta intermedijer uspostavlja samim činom stjecanja prava na toj ovlasti (§ 8-106(e) UCC 1994).

Kontrolu na financijskoj imovini stjecatelj uspostavlja tako da, kad je riječ o vrijednosnom papiru na donositelja, primi isporuku takvog vrijednosnog papira (§ 8-106(a) UCC 1994) ili, kad je riječ o vrijednosnom papiru na ime, primi isporuku takvog vrijednosnog papira koji je indosiran u njegovu korist ili blanko valjanim indosamentom (§ 8-106(b)(1) UCC 1994) odnosno koji glasi na njegovo ime od izdanja ili upisa prijenosa od strane izdavatelja (§ 8-106(b)(2) UCC 1994) ili, kad je riječ o nematerijaliziranom vrijednosnom papiru, primi isporuku takvog vrijednosnog papira (§ 8-106(c)(1) UCC 1994) odnosno da se izdavatelj obveže izvršavati naloge stjecatelja bez suglasnosti „registriranog" vlasnika (§ 8-106(c)(2) UCC 1994).

Među pretpostavke za zaštitu suvremeno američko pravo izrijekom ne ubraja poštenje (*i.e.* dobru vjeru) stjecatelja. Bez mjesta u zakonskom tekstu dobra vjera stjecatelja ostala je

[2304] Po mišljenju *Rogersa*, na takav način stvorena je podloga za rješavanje svih slučajeva stjecateljevog ponašanja vrijednog osude ne kompromitirajući pritom važenje načela konačnosti, v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1534. *Schroeder* smatra da standard koluzije dovoljno pokriva većinu afirmativno protupravnih postupaka stjecatelja, v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 478.

[2305] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 659. Takvo stajalište zakonodavca proizlazi iz „izjave o zakonodavnoj namjeri" (engl. *statement of legislative intent*) sadržane u preambuli zakona kojim se implementira novela čl. 8. UCC 1994. godine u pravo savezne države New York.

[2306] Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 23.

[2307] Po mišljenju Vaalera, odredba § 8-510(a) UCC 1994 štiti samo one stjecatelje koji su kontrolu na ovlasti stekli kontrolnim ugovorom. Onima koji su kontrolu stekli postavši ovlaštenik zaštitu pruža odredba § 8-502 UCC 1994. O tome v Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 308. – 309.

novelom čl. 8. UCC iz 1994. godine.[2308] Razlog tome praktične su teškoće povezane s razgraničenjem od stjecateljeve neobaviještenosti o suprotstavljenom zahtjevu.[2309] Uvjetovanje zaštite i dobrom vjerom ostavljalo je prostora za dvojbu je li riječ o zasebnim pretpostavkama koje kumulativno treba ispuniti ili sinonimima koji su jedan u službi drugog. Ni jurisprudencija ni judikatura na to pitanje ne daje jednoznačan odgovor.[2310] Neovisno o tome što - za razliku od dobre vjere, koja je isključivo subjektivne naravi - neobaviještenost ima i objektivnu dimenziju, zagovornicima njihovog semantičkog izjednačavanja to što stjecatelj nema obavijest pokazatelj je njegove dobre vjere.[2311] Postupanjem *mala fides* sudovi su cijenili stjecateljevo namjerno izbjegavanje podataka iz kojih bi utvrdio postojanje suprotstavljenog zahtjeva (*i.e.* namjerno neznanje) i zlouporabu načelnog nepostojanja obveze da istražuje.[2312] U dijelu judikature koji dobru vjeru i neobaviještenost smatra zasebnim pretpostavkama dobra vjera služi kao sredstvo za sagledavanje okolnosti konkretnog raspolaganja, koje otkrivaju namjeru s kojom je stjecatelj postupao. Čak i ako stjecatelj nije imao ni stvarnu ni presumiranu obavijest o suprotstavljenom zahtjevu, poznavanje odnosno nereagiranje na okolnosti koje ukazuju da „nešto nije u redu“ moglo ga je stajati zaštite učinivši ga nepoštenim.[2313] Dobru vjeru u smislu odredbe § 8-302 UCC 1978 *Schroeder* naziva „faktičnim poštenjem“ (engl. *honesty in fact*).[2314] Na izostavljanje iz zakonskog teksta dugovječne, po mnogima ključne pretpostavke za zaštitu stjecatelja *Facciolo* ne gleda s odobravanjem. Po njegovom mišljenju, od takve zakonodavčeve intervencije nema koristi, jer za njom nije postojala stvarna potreba koju bi stvorila pravna nesigurnost, već samo šteta, jer su izostavljanjem dobre vjere stjecatelja tržišni sudionici izgubili motiv za uzajamni nadzor poslovanja.[2315]

Suvremeno američko pravo stjecateljima ne otvara mogućnost da se izbore za zaštitu dokazujući da je zavređuju, već ih štiti dokle god onaj koji je osporava ne dokaže da za nju ne

[2308] Do stupanja na snagu novele čl. 8. UCC iz 1994. godine zaštita stjecatelja zahtijevala je, povrh neimanja obavijesti o suprotstavljenom zahtjevu, i dobru vjeru stjecatelja (§ 8-302 UCC 1978).
[2309] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1472. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 675. *contra* Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 651.
[2310] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1469. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 651.
[2311] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 644. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1469. *et seq.*
[2312] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1471. Po mišljenju *Schroeder*, stajalište judikature da namjerno neznanje može biti odraz nepoštenja (*i.e.* loše vjere) kodificirano je odredbom § 8-105(a) UCC 1994, v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 453.
[2313] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 650.
[2314] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 299.
[2315] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 651. – 652. Budući da su sumnjive okolnosti bile kadre uskratiti mu odnosno lišiti ga zaštite, stjecatelj je trebao voditi računa o načinu na koji prenositelj posluje. Provedbu takvog nadzora stjecatelju, koji je u većini slučajeva financijska institucija omogućuje odnosno olakšava poznavanje tržišnih običaja i sudionika na tržištu.

postoji zakonski temelj. Stjecatelj se ne treba angažirati da bi se domogao zaštite, koja vrijedi *eo ipso*, ali bez nje može ostati ako imatelj suprotstavljenog zahtjeva dokaže neispunjenje neke od propisanih pretpostavki.[2316] Da je teret dokaza na imatelju suprotstavljenog zahtjeva proizlazi iz nomotehničke konstrukcije, koju američka doktrina naziva prekluzijom.[2317] Navaljivanje tereta dokaza na imatelja suprotstavljenog zahtjeva nije u skladu ni s američkom normativnom tradicijom ni važećim uređenjem neposredno držanih vrijednosnih papira.[2318] Takvo zakonsko rasterećenje stjecatelja naišlo je na različite reakcije doktrine.[2319] *Schroeder* ga opravdava činjenicom da - učinivši odmak od tradicionalnih pravila stvarnog prava - čl. 8. UCC 1994 u prvi plan gura negocijabilnost nauštrb derivativnosti.[2320] *Hakes* ga kritizira ukazujući na otegotnost i neučinkovitost tužiteljevog dokazivanja činjenica koje su poznate (isključivo) tuženiku (*i.e.* stjecatelju).[2321]

Ne dovodeći u pitanje pravozaštitnu potrebu, dio doktrine (*Facciolo*, *Hakes*) problematizira intenzitet zaštite koju stjecateljima pruža suvremeno američko pravo. Lako ispunjive pretpostavke (posebice, izostanak koluzije) u kombinaciji s teretom dokaza na strani imatelja suprotstavljenog zahtjeva zaštitu čine gotovo neprobojnom. Skoro nezamislivi su slučajevi u kojima pravo stjecatelj ne bi stekao slobodno od pravnih nedostataka.[2322] Potrebu za pravnom zaštitom tog intenziteta dodatno relativizira faktička zaštita, koju uživa većina stjecatelja. Nemogućnost ulaska u trag protrgovanim vrijednosnim papirima smetnja je za

[2316] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 641., 654. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 473., 474. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 713., 717., 720., 754.

[2317] U američkoj pravnoj književnosti (Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 713., 752.) govori se o „prekluziji tužbe imatelja suprotstavljenog zahtjeva" (engl. *preclusion of the adverse claimant's action*). Prekluzija se manifestira sintagmom „tužba…se ne može podnijeti" (engl. „*action…may not be asserted*"). Ta sintagma koristi se umjesto tradicionalne sintagme „stječe bez suprotstavljenih zahtjeva" (engl. „*takes free from adverse claims*"), koja i nakon stupanja na snagu novele čl. 8. UCC iz 1994. godine vrijedi za neposredno držane vrijednosne papire (§ 8-302 UCC 1994). O procesnoj smetnji (engl. *procedural bar*) kao mehanizmu zaštite stjecatelja od suprotstavljenih zahtjeva u američkom pravu i prevaljivanju tereta dokaza na imatelje takvih zahtjeva v. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 158. - 159., 162.

[2318] Do stupanja na snagu novele čl. 8. UCC 1994 teret dokaza da su ispunjene pretpostavke za zaštitu snosio je stjecatelj, koji je se želio domoći (§ 8-302 UCC 1978). I nakon stupanja na snagu te novele teret dokaza snosi „zaštićeni stjecatelj" (engl. *protected purchaser*) neposredno držanih vrijednosnih papira (§ 8-303 UCC 1994). Za američko pravo (*i.e.* UCC) općenito v. Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 476.

[2319] Riječ je o, po mišljenju *Hakesa*, jednom o značajnih nedostataka u tako oblikovanim pravilima o zaštiti stjecatelja, v. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 753.

[2320] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 298., 474. Za razliku od pravila stvarnog prava, koja negocijabilnost tretiraju kao iznimku zbog čega teret dokaza da su ispunjene pretpostavke za njezinu primjenu navaljuju na onoga tko se na nju poziva, odredba § 8-503 UCC 1994 polazi od negocijabilnosti pa opstojnost stvarnog prava ovlaštenika na prenesenoj financijskoj imovinu uvjetuje sposobnošću ovlaštenika da dokaže ispunjenje propisanih pretpostavki.

[2321] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 754.

[2322] Schroeder, Jeanne L., *op.cit*. (bilj. 5), str. 355. Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 631. Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 691. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1522. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 214.

ostvarivanje suprotstavljenog zahtjeva.[2323] O restituciji ne može biti govora dokle god nije poznat identitet stjecatelja prava opterećenog pravnim nedostacima. Doseg faktične zaštite je takav da od pravne zaštite najviše koristi imaju osigurani vjerovnici i repo kupci.[2324] Riječ o stjecateljima, koji pravo nisu stekli transakcijom sklopljenom na uređenom tržištu već neposredno od prenositelja (*e.g.* intermedijera), identitet kojih im je poznat.[2325]

Intenzitet zaštite plijeni pozornost i zbog identiteta njezinih najčešćih korisnika. Ulogu stjecatelja u većini slučajeva zauzimaju intermedijeri (§ 8-116 UCC 1994). *De facto* bezuvjetna zaštita stjecatelja (*i.e.* intermedijera) koja pada na teret prenositeljevih klijenata (*i.e.* ulagatelja) može navesti na zaključak o neopravdanom favoriziranju jedne kategorije tržišnih sudionika nauštrb druge. *Rogers* se protivi takvom rezoniranju ukazujući na činjenicu da financijsku imovinu intermedijeri u većini slučajeva ne stječu za sebe već za svoje klijente.[2326] Iako su neposredni korisnici zaštite intermedijeri, posrednu korist od nje crpe njihovi klijenti (*i.e.* ulagatelji). Zaštita klijenata intermedijera koji je neovlašteno raspolagao imovinom ne bi u konačnici pala na teret intermedijera koji je tu imovinu stekao već njegovih klijenata za koje ju je stekao. Nije, stoga, riječ o srazu ulagatelja i intermedijera, već dva ulagatelja. S druge pak strane, *Facciolo* smatra da se prekomjerna zaštita (neposrednog) stjecatelja (*i.e.* intermedijera) ne može opravdati interesom njegovih klijenata (*i.e.* ulagatelja).[2327] Neizgledan je, naime, scenarij u kojem štetne posljedice restitucije padaju na teret potonjih. Da do toga dođe, potrebno je da nad oba intermedijera (*i.e.* i onim koji je stekao i onim koji je neovlašteno raspolagao) bude otvoren stečaj.[2328]

Intenzivna zaštita stjecatelja ima protutežu u obveznom osiguranju intermedijera za štetu koju ulagatelji (*i.e.* ovlaštenici) mogu pretrpjeti protupravnim raspolaganjem financijskom imovinom, koja služi kao pokriće za njihova prava (*i.e.* ovlasti), u korist poštenih stjecatelja.[2329]

8.4 Švicarsko pravo

Švicarsko pravo načelno štiti *bona fide* stjecatelje knjižnih efekata i prava na knjižnim efektima. Osim stjecateljevog poštenja, uvjet za zaštitu naplatno je stjecanje na neki od

[2323] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 240.
[2324] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 715., 717., 721., 722., 755.
[2325] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 721.
[2326] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 642.
[2327] Facciolo, Francis J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 642.
[2328] Teškoće povezane s ulaskom financijskim instrumentima u trag odvraćale su i prije stupanja na snagu novele čl. 8. UCC iz 1994. godine „oštećenike" od pokušaja restitucije usmjeravajući njihova nastojanja da prava ostvare od svog intermedijera. Samo je stečaj neposrednog intermedijera mogao potaknuti „oštećenike" da pokušaju ući u trag financijskim instrumentima i, u slučaju uspjeha, ostvariti restituciju od stjecatelja. Ni u tom slučaju restitucija ne bi pala na teret stjecateljevih klijenata, osim ako bi rezultirala njegovim stečajem.
[2329] Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 157. – 158.

zakonom propisanih načina (čl. 24., 25. ili 26. FISA-e). Pravna zaštita omogućuje stjecanje unatoč tome što onaj koji je raspolagao knjižnim efektima za to nije bio ovlašten (čl. 29. st. 1. t. a. FISA)[2330] ili što je nakon raspolaganja knjižnim efektima storniran pripis na račun vrijednosnih papira onog koji je njima raspolagao (čl. 29. st. 1. t. b. FISA)[2331]. Ovlaštenje za raspolaganje može izostati jer je prestalo ili zato što nije ni nastalo. Zakon, odluka suda i ograničeno stvarno pravo druge osobe može isključiti i ograničiti takvo ovlaštenje, koje je posljedica pripadnosti knjižnih efekata.[2332] S druge strane, ograničeno stvarno pravo (*e.g.* pravo plodouživanja, založno pravo, pravo zadržanja), obvezno pravo ni bespravno (*i.e.* neosnovano) držanje (*i.e.* slijedom krađe ili pogreške) ne oboružava takvim ovlaštenjem.[2333] O *bona fide* stjecanju ne može biti govora ako je reverzibilni pripis na račun vrijednosnih papira onoga koji je knjižnim efektima namjeravao raspolagati storniran prije nego što je svoju namjeru sproveo u djelo. U tom slučaju nalog za raspolaganje bio bi ništetan jer ga skrbnik ne bi mogao izvršiti.[2334]

Osim stjecatelja knjižnih efekata, kako onih koji su ih stekli bezuvjetno tako i onih koji su ih stekli radi osiguranja, zaštitu uživaju i stjecatelji ograničenih stvarnih prava na knjižnim efektima, poput založnih vjerovnika i plodouživatelja. Neovisno o njihovom poštenju, zaštite se ne mogu domoći stjecatelji obveznog prava glede knjižnih efekata (*e.g.* stjecatelji prava korištenja iz čl. 22. FISA-e).[2335]

Uz one koji su knjižne efekte odnosno pravo na njima stekli pripisom na svoj račun vrijednosnih papira (čl. 24. FISA), švicarsko pravo štiti stjecatelje u čiju korist je sklopljen kontrolni ugovor (čl. 25. st. 1. FISA) te skrbnike koji su sa svojim klijentom sklopili ugovor o zasnivanju prava u svoju korist glede knjižnih efekata na računu vrijednosnih papira koji vode za tog svog klijenta (čl. 26. FISA).[2336] Neovisno o njihovom poštenju, na zaštitu ne mogu

[2330] *Cf.* Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 694 – 695, 739., koji smatra da zaštita ne omogućuje stjecanje već isključuje obvezu restitucije, jer i nepošteni imatelj računa pripisom na svoj račun vrijednosnih papira stječe knjižne efekte. Za oprečno shvaćanje *Beelerovom* v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 489. Po njegovom mišljenju, kondikcija je rezultat toga što vindikaciju švicarsko pravo dopušta samo kad je riječ o tjelesnim stvarima.

[2331] Ni u tom slučaju onaj koji je raspolagao za to nije ovlašten, samo što je ovlaštenje izgubio *post festum* (*i.e.* nakon davanja naloga za prijenos knjižnih efekata svom skrbniku, a prije storniranja pripisa provedenog na svoj račun) s povratnim učinkom. O vrlo uskom području primjene te odredbe v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 185 – 186. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 669 – 671. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 488. – 489. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 131.

[2332] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 18

[2333] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 16

[2334] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 21; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 670

[2335] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 7; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 660

[2336] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 13

računati stjecatelji koji su knjižne efekte odnosno pravo na njima stekli univerzalnim pravnim sljedništvom (*e.g.* nasljednici ili društva preuzimatelji kod pripajanja).[2337]

Svaki od tih načina omogućuje stjecanje od nekog tko time nije ovlašten raspolagati. Ono po čemu se načini međusobno razlikuju utjecaj je na postojeća ograničena stvarna prava na knjižnim efektima. Neovisno o vrsti (*i.e.* otuđenje ili opterećenje) i svrsi (bezuvjetno ili radi osiguranja) raspolaganja, pripisom na stjecateljev račun vrijednosnih papira sva ta prava prestaju postojati. Kod stjecanja knjižnih efekata na taj način prestaje i pravo onog kojem su dotad pripadali.[2338] S druge pak strane, sklapanje kontrolnog ugovora ne utječe na postojeća ograničena stvarna prava na knjižnim efektima. Osim što ne dovodi u pitanje njihovu opstojnost, ne mijenja im mjesto u redoslijedu prvenstva. Sklapanjem kontrolnog ugovora stjecatelj stječe opterećene knjižne efekte, odnosno ograničeno stvarno pravo koje u redoslijedu prvenstva slijedi postojeća takva prava.[2339]

Švicarsko pravo zaštitu načelno uskraćuje kad je stjecanje besplatno.[2340] Stjecanje je naplatno ne samo onda kad je činidba koju je stjecatelj ispunio novčana već i ako joj se vrijednosti može izraziti u novcu.[2341] Je li stjecanje naplatno prosuđuje se iz perspektive stjecatelja, koji svoju činidbu ne treba nužno izvršiti u korist onoga koji je raspolagao knjižnim efektima. Naplatnost stjecanja ne bi, po mišljenju *Foëxa*, trebala biti uvjet za zaštitu poštenog stjecatelja prava radi osiguranja.[2342] Po mišljenju *Beelera*, pojam „naplatno“ treba tumačiti ekstenzivno tako obuhvati svaki prijenos koji je proveden u svezi s poslovanjem sudionika.[2343]

U švicarskom pravu dobra vjera stanje je svijesti o pravnom nedostatku, koje - samostalno ili uz ispunjenje dodatnih uvjeta - omogućuje uklanjanje ili ublažavanje njegovih

[2337] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 9, 10; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 659
[2338] Pripis na (tuđi) račun vrijednosnih papira radi stjecanja ograničenog stvarnog prava na knjižnim efektima ne mijenja identitet onog kojem pripadaju.
[2339] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 56
[2340] Uvjetovanje zaštite poštenih stjecatelja naplatnošću stjecanja novina je u švicarskom pravu, koje u ostalim slučajevima zaštitu ne uvjetuje davanjem protučinidbe. O tome v. Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 24; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 182; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 674; Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 129.
[2341] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 27; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 677
[2342] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 29. Po mišljenju *Foëxa*, zakonodavac je – po uzoru na odredbu čl. 18. st. 3. Ženevske konvencije - trebao izrijekom ukloniti naplatnost iz uvjeta za zaštitu poštenog stjecatelja prava radi osiguranja. O mogućnosti da stjecanje prava radi osiguranja bude naplatno unatoč izostanku neposredne protučinidbe stjecatelja v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 182. Za naplatnost stjecanja prava radi osiguranja v. i Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 305. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 206. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 130. Po mišljenju *Steinera*, zasnivanje prava radi osiguranja je po samoj svojoj prirodi naplatno. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 486.
[2343] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 678

redovitih posljedica.[2344] Pravni nedostatak u švicarskom pravu pravno je relevantna činjenica uz koju se vežu nepovoljni pravni učinci, poput nenastanka prava ili neprestanka obveze, odnosno prestanka prava ili nastanka obveze.[2345] Dobra vjera stjecatelja odnosi se na ovlaštenje za raspolaganje knjižnim efektima (čl. 29. st. 1. t. a. FISA) ili na ireverzibilnost pripisa na račun vrijednosnih papira (čl. 29. st. 1. t. b. FISA).[2346] Zahvaljujući stjecateljevoj dobroj vjeri, izostaju redovite posljedice tih pravnih nedostataka (*e.g.* stjecateljevo nestjecanje zbog prenositeljevog neovlaštenja za raspolaganje). Spoznaja o pravnom nedostatku nužno ne isključuje dobru vjeru ako ujedno nije prisutna svijest o protupravnosti.[2347] Osim znanja, spoznaja može – pod određenim okolnostima – biti rezultat sumnje koja se pravovremeno ne ukloni.[2348] Radi uklanjanja sumnje, putativni stjecatelj obvezan je provjeriti sve što je potrebno za otkrivanje pravnog nedostatka u skladu sa standardom prosječne osobe u toj ulozi u tim okolnostima.[2349] Navaljivanje takve obveze iznimka je u švicarskom pravu, koje stjecatelje načelno ne sili na te provjere niti uz njihovo neizvršavanje veže za stjecatelje negativne posljedice.[2350] Da bi o lošoj vjeri stjecatelja moglo biti govora nužan je stjecateljev neposredni kontakt s osobom koja raspolaže, do kojeg može doći kod stjecanja knjižnih efekata izvan uređenog tržišta (OTC) i kod stjecanja prava radi osiguranja na knjižnim efektima.[2351]

Dobra vjera stjecatelja uvjet je, ali ne i jamstvo pravne zaštite. Zaštita može izostati čak i ako je dobra vjera prisutna. Na dobru vjeru nema se pravo pozvati onaj tko ne bi mogao biti u dobroj vjeri (*i.e.* znao bi za ili bi barem sumnjao na pravni nedostatak i protupravnost) da je postupao s pozornošću koju zahtijevaju okolnosti slučaja (čl. 3. st. 2. ZGB).[2352] Skrivljena (njem. *verschuldet*) odnosno neopravdana (njem. *unberechtigt*) dobra vjera ne može poslužiti kao uporište za pravnu zaštitu.[2353] Stjecateljeva nepažnja diskreditira dobru vjeru s kojom je

[2344] Koller, Alfred, Der gute und der böse Glaube im allgemeinen Schuldrecht, 2. Auflage, Freiburg, 1985, Rd. 2, 25; O dobroj vjeri u švicarskom pravu v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 679.
[2345] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 6, 26, 29
[2346] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 32; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 354. Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 612. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 681; Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 131. – 132.
[2347] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 57, 59, 61; Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 30
[2348] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 80 - 107
[2349] O uklanjaju sumnje koristeći se potvrdom u smislu odredbe čl. 16. FISA v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 692.
[2350] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 151 – 152; Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 35 - 36; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 486.
[2351] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 36; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 184; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 487. I u tim slučajevima obveza provjere ne vrijedi uvijek već samo onda kad postoje razlozi za sumnju.
[2352] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 30; Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 137; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 354.
[2353] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 143

uzročnoposljedično povezana.[2354] Pozivom na dobru vjeru nepažljiva osoba demonstrirala bi vlastito nepoštenje, pokušavajući time posljedice vlastite nepažnje svaliti na drugoga.[2355] Zaštitu ne zavređuje osoba koja bi pozivajući se na dobru vjeru postupala protivno načelu savjesnosti i poštenja.[2356] Prosudba nepažnje temelji se na objektivnom kriteriju prosječno sposobne osobe u određenoj ulozi (*e.g.* potrošač, stručnjak) u danim okolnostima i na uvriježenoj praksi u industriji.[2357] Za gubitak zaštite u nekim slučajevima dovoljna je obična nepažnja dok je u drugima potrebna krajnja nepažnja.[2358] Stjecateljev propust izvršiti provjere potrebne za uklanjanje sumnje u postojanje pravnog nedostatka ukazuje na nepažnju stjecatelja.[2359] Bez mogućnosti pozvati se na dobru vjeru stjecatelji mogu ostati i zbog načina stjecanja.[2360] Sklopivši kontrolni ugovor stjecatelj pristaje na rizik postojanja ranijih stvarnih prava (*e.g.* prava radi osiguranja nastalih također kontrolnim ugovorom), koja mu u trenutku stjecanja nisu poznata (jer mu skrbnik nije otkrio njihovo postojanje). Budući da je riječ o pravima za koja bi - da je inzistirao na pripisu na račun - neminovno saznao, neznanje je skrivljeno pa stjecatelj ne može računati na zaštitu pozivom na dobru vjeru.[2361]

Dobru vjeru stjecatelja švicarsko pravo presumira (čl. 3. st. 1. ZGB).[2362] Na pitanje počiva li kod knjižnih efekata – kao kod stvarnih prava na stvarima – dobra vjera na povjerenju u vanjsku sliku subjektivnog prava kojom se ono publicira, odnosno u nositelja pravnog privida o titularu tog prava pravna književnost ne nudi jednoglasan odgovor.[2363] Dio autora (*e.g. Foëx*, *Kuhn*, *Beeler*) odgovara negativno smatrajući da kod knjižnih efekata ne postoji nešto što bi stvaralo takvu sliku.[2364] Po njihovom mišljenju, švicarsko pravo honorira dobru vjeru općenito, odnosno povjerenje u sustav za pohranu.[2365] Postoje, međutim, i autori (*e.g. Hess* i *Friedrich*,

[2354] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 145, 159
[2355] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 144
[2356] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 162
[2357] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 146 – 148; Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 35; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 683
[2358] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 149; O potrebnom stupnju nepažnje v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 686 – 687; Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 30.
[2359] Koller, Alfred, *op.cit*. (bilj. 2344), Rd. 151 – 152; Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 35 - 36; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 683
[2360] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 40, 56
[2361] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 40
[2362] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 30; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 184; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 354. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 680; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 486.
[2363] Za tezu da je riječ o prijeporu koji nema praktičnu važnost v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 183; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 487.
[2364] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 34, 39; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 689; Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 304.
[2365] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 35, 39; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 690; Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 97. To posebice dolazi do izražaja kod transakcija sklopljenih na uređenom tržištu, kod kojih se sudionici ni ne poznaju. O tome v. i Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 613. Segna, Urlich,

Roth, *von der Crone* i *Bilek*, *Steiner*) koji smatraju da kod knjižnih efekata vanjsku sliku subjektivnog prava i pravni privid o titularu tog prava stvara uknjižba na račun vrijednosnih papira.[2366] Pouzdajući se u tako stvorenu sliku, stjecatelj - po njihovom mišljenju – postupa u dobroj vjeri. Po mišljenju *Steinera*, vrijedi presumpcija da je imatelj računa na kojem su knjižni efekti nositelj prava koja ti knjižni efekti predstavljaju.[2367]

Dobra vjera stjecatelja prosuđuje se u trenutku stjecanja (*i.e.* pripisa na stjecateljev račun vrijednosnih papira, sklapanja kontrolnog ugovora ili ugovora sa skrbnikom).[2368] Naknadni događaji, poput storniranja pripisa na račun vrijednosnih papira, ne mogu dovesti u pitanje stjecateljevu dobru vjeru.[2369]

Relevantna je isključivo dobra vjera stjecatelja.[2370] Stanje svijesti ostalih sudionika raspolaganja (*e.g.* skrbnika, otuđitelja) ne igra ulogu.

Ni dobra vjera stjecatelja nije kadra zaštiti kad je nepostojanje ovlaštenja za raspolaganja posljedica otvaranja stečaja nad onim koji je kanio raspolagati.[2371]

Pravna zaštita stjecatelju omogućuje da - usprkos pravnom nedostatku - pravo stekne i da ga nakon stjecanja zadrži. Naprotiv, nezaštićene stjecatelje koji su knjižne efekte neosnovano stekli pripisom na svoj račun vrijednosnih papira švicarsko pravo obvezuje na restituciju.[2372] Takav stjecatelj obvezan je prenijeti nazad istu količinu knjižnih efekata iste vrste u skladu sa zakonskim odredbama o stjecanju bez osnove (čl. 29. st. 2. r. 1. FISA). Kondikcijski zahtjev zastarijeva u roku od godine dana od kad je imatelj terećenog računa postao svjestan svojih prava i identiteta osoba koje su ih obvezne ispuniti, ili najkasnije deset godina nakon datuma terećenja (čl. 29. st. 4. r. 1. FISA). Budući da stjecateljeva obveza na restituciju ne zadire u

op.cit. (bilj. 3), str. 147. *Cf*. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 42., koji povjerenje u sustav ne osporava, ali ga podređuje povjerenju u knjižne efekte.

[2366] Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 107. Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 612. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 206. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 38., 41., 132. – 133. *Contra* Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 691, koji smatra da zbog toga što mu treće osobe nemaju pristup račun vrijednosnih papira ne igra nikakvu ulogu kod *bona fide* stjecanja.

[2367] Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 49., 133. O tome v. i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 688.

[2368] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 41; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 184; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 355. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 206. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 682; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 486.

[2369] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 42

[2370] Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 131.

[2371] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 37; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 183; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 205. Isto vrijedi i onda kad je nepostojanje ovlaštenja posljedica pravne ili poslovne nesposobnosti onoga koji raspolaže. O tome v. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 132.

[2372] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 57 – 58; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 694, 708; Roth, Günter H., *op.cit*. (bilj. 27), str. 612. von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 206. Podrazumijeva se da restituciji nema mjesta kod raspolaganja knjižnim efektima na načine iz čl. 25. i 26. FISA-e, koja ne rezultiraju terećenjem računa vrijednosnih papira prenositelja.

prava trećih osoba (čl. 29. st. 2. r. 2. FISA), kondikcijski zahtjev ne može se - tumači li se zakonski tekst striktno – preusmjeriti na daljnjeg nezaštićenog stjecatelja, kojem je inicijalni stjecatelj prenio knjižne efekte umjesto da ih prenese nazad onome od koga ih je neosnovano stekao.[2373] *Foëx* se protivi takvom tumačenju smatrajući da bi i daljnji stjecatelj – pod uvjetom da ne uživa pravnu zaštitu – trebao biti obvezan restituirati knjižne efekte.[2374] Kako neosnovano stečeni knjižni efekti ne bi postali dijelom stjecateljeve likvidacijske mase, švicarsko pravo privilegira nositelja kondikcijskog zahtjeva u odnosu na vjerovnike stjecatelja u likvidaciji.[2375] Otvori li se nad stjecateljem koji je obvezan prenijeti nazad knjižne efekte postupak prisilne likvidacije, nositelj kondikcijskog zahtjeva može zahtijevati da se ta količina knjižnih efekata te vrste izluči iz stjecateljeve likvidacijske mase ako je ona sadrži (čl. 29. st. 3. FISA).

Bona fide stjecatelje, koji su knjižne efekte odnosno prava na knjižnim efektima stekli pripisom na svoj račun vrijednosnih papira, švicarsko pravo štiti ne obvezujući ih na restituciju.[2376] Zaštita ne uključuje osiguravanje ireverzibilnosti pripisa provedenog u njegovu korist. Iako ih nema obvezu prenijeti nazad, stjecatelj može ostati bez knjižnih efekata skrbnikovim storniranjem pripisa koji je proveo na njegov račun vrijednosnih papira. Ako su ispunjene zakonske pretpostavke za storniranje pripisa (čl. 28. FISA), stjecatelj mu se ne može usprotiviti pozivajući se na dobru vjeru (čl. 29. st. 5. FISA). Storniranju pripisa švicarsko pravo daje prednost u odnosa na stjecanje u dobroj vjeri.[2377] Zaštita, koja djeluje u odnosu na nositelja kondikcijskog zahtjeva, ne vrijedi spram stjecateljevog skrbnika. Knjižne efekte odnosno prava na knjižnim efektima, koja je stekao pripisom na svoj račun vrijednosnih papira, zaštićeni stjecatelj može zadržati samo ako se skrbnik suzdrži od realizacije prava na storniranje pripisa.[2378]

[2373] U tom smislu i Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 716.
[2374] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 63
[2375] Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 713 – 714
[2376] Štiteći stjecatelja švicarsko pravo ne omogućuje stjecanje, koje je moguće i kad stjecatelj ne uživa zaštitu, već isključuje obvezu restitucije. O tome v. Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 695, 739. *Contra* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 489. Po njegovom mišljenju, kondikcija nije posljedica stjecanja već nedopuštenosti vindikacije, koju švicarsko pravo veže isključivo uz tjelesne stvari.
[2377] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 43; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 188; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 700; von der Crone, Hans Caspar, Bilek, Eva, *op.cit*. (bilj. 47), str. 199., 206.
[2378] Foëx, Bénédict, *op.cit*. (bilj. 548), Art. 29 Rd. 45 – 46; Beeler, Lukas, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 705; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 187; Skrbnik nema obvezu, već pravo stornirati pripis. Doktrina apelira na suzdržanost skrbnika naglašavajući potrebu honoriranja povjerenja u sustav posrednog držanja vrijednosnih papira na kojem počiva zaštita poštenih stjecatelja.

8.5 Ženevska konvencija

Ženevska konvencija štiti „nedužne“ (engl. *innocent*)[2379] stjecatelje posredovanih vrijednosnih papira (bilo da su ih stekli bezuvjetno ili radi osiguranja) i (ograničenih stvarnih) prava na posredovanim vrijednosnim papirima.[2380] Na zaštitu stjecatelji mogu računati suoče li se sa zahtjevom nositelja konkurirajućeg stvarnog prava (čl. 18. st. 1. Ženevske konvencije)[2381], odnosno ako im prijete posljedice ranijeg neispravnog upisa (*i.e.* brisanje ili storniranje koje njihov intermedijer zbog toga može provesti) (čl. 18. st. 2. Ženevske konvencije)[2382].[2383] Zaštita djeluje tako što pravo koje je predmet stjecanja lišava konkurirajućih prava (čl. 18. st. 1. t. (a) Ženevske konvencije)[2384], stjecatelja oslobađa odgovornosti prema nositelju konkurirajućeg prava (čl. 18. st. 1. t. (b) Ženevske konvencije) odnosno bilo kome tko bi imao koristi od nevaljanosti ili storniranja neispravnog upisa (čl. 18. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije), a upis (*i.e.* pripis i zabilježbu) održava valjanim i ireverzibilnim dok pravu čuva učinak *erga omnes* (čl. 18. st. 1. t. (c) i st. 2. t. (a) Ženevske konvencije).[2385]

Štiteći stjecatelje, Ženevska konvencija zaštitu pruža i osobama koje svoje pravo izvode iz stjecateljevog prava. Za razliku od stjecateljeve, zaštitu takvih osoba Ženevska konvencija ne uvjetuje ispunjavanjem propisanih pretpostavki. Njihov povlašteni tretman posljedica je primjene tzv. „načela zaklona“ (engl. *shelter principle*).[2386] Zaštita pružena stjecatelju sklanja i takve osobe od zahtjeva nositelja konkurirajućeg stvarnog prava i posljedica ranijeg neispravnog upisa. Nebitno je, pritom, bi li one – da su u stjecateljevoj ulozi – uživale zaštitu (*i.e.* znaju li za kršenje prava druge osobe odnosno za raniji neispravni upis). Svojim pravom

[2379] Odabir tog pojma odraz je uvjerenja u neprimjerenost tradicionalnih pravila o zaštiti poštenih stjecatelja. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 75. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 546. – 547. Po mišljenju *Mock* (Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 319), takav odabir odraz je funkcionalnog pristupa na kojem počiva Ženevska konvencija. Slično i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 425.

[2380] Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 65. Combs, Valerie, *op.cit*. (bilj. 5), str. 410. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 425.

[2381] Za tezu da zaštita ne bi trebala ovisiti o naravi prava podnositelja zahtjeva v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 105. - 106.

[2382] Za koliziju takvog rasparivanja pripisa i terećenja s njemačkim pravom, koje ni poštenom stjecatelju ne omogućuje stjecanje pripisom ako i sve dok nije provedeno odgovarajuće terećenje v. Scherer, Peter; Gallei, Rainer, *op.cit*. (bilj. 5), str. 475. O dogmatskoj nepomirljivosti zaštite povjerenja u ispravnost pripisa s na stvarnom pravu utemeljenom dDepotG v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 427. *et seq.* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 571. O tome v. i Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 328.

[2383] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-6, 18-7, 18-10; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 562.

[2384] Za tezu da u tom slučaju prestaju samo prava koja su nespojiva sa stjecateljevim pravom (*i.e.* koja su međusobno isključujuća), ne i ona koja sa stjecateljevim pravom mogu koegzistirati v. Steiner, Florian Louis, *op.cit*. (bilj. 500), str. 186. – 187.

[2385] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-2

[2386] Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 99. O tom načelu u američkom pravu v. i Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 334.

zaštićeni stjecatelj treba moći slobodno raspolagati neovisno o „nedužnosti“ osoba u korist kojih raspolaže.[2387]

Zaštita koju pruža Ženevska konvencija ne nadomješta, već dopunjuje zaštitu koja stjecatelju pripada po mjerodavnom pravu. Kad stjecatelja ne štiti Ženevska konvencija, njegova prava i obveze određuje mjerodavno pravo (čl. 18. st. 4. Ženevske konvencije). U Ženevskoj konvenciji stjecatelji imaju utočište (engl. *safe harbour*) ako i u mjeri u kojoj im je mjerodavno pravo uskratilo zaštitu.[2388] Eventualni izostanak konvencijske zaštite zbog neispunjenja propisanih pretpostavki ne može dovesti u pitanje zaštitu koju stjecatelj uživa po mjerodavnom pravu.

Kad je riječ o zaštiti od posljedica ranijeg neispravnog upisa, Ženevska konvencija može ustuknuti pred jedinstvenim pravilima sustava za namiru ili ugovorom o računu u mjeri u kojoj to dopušta nekonvencijsko pravo (čl. 18. st. 5. Ženevske konvencije). Prednost dana tim pravilima, koja su važna za očuvanje stabilnosti i ublažavanje rizika povezanih s namirom, odraz je uvjerenja da postoje slučajevi kad koristi za članove sustava za namiru i ostale relevantne osobe od poništenja ili storniranja upisa premašuju rizike povezane s poništenjem ili storniranjem. U tim slučajevima, uskrata zaštite od posljedica ranijih neispravnih upisa (čl. 18. st. 2. t. (a) Ženevske konvencije) ne povlači *eo ipso* za sobom gubitak zaštite od posljedica kršenja prava druge osobe (čl. 18. st. 1. t. (c) Ženevske konvencije).[2389] Uskrata nije prisilna pa samim time ni nepravedna jer se stjecatelj – prihvaćanjem pravila sustava za namiru odnosno sklapanjem ugovora o računu – dobrovoljno odrekao zaštite.[2390]

Kod stjecanja posredovanih vrijednosnih papira, zaštita vrijedi samo ako je stjecatelj ispunio protučinidbu. Naplatnost stjecanja u tom je slučaju uvjet za konvencijsku zaštitu stjecatelja (čl. 18. st. 3. Ženevske konvencije). Ženevska konvencija ne štiti onog tko je dobroj vjeri primio posredovane vrijednosne papire na dar od onog tko njima nije bio ovlašten na takav način raspolagati. Intermedijerovo stjecanje vrijednosnih papira da bi ih pripisao na račun svog klijenta nije besplatno. U takvom slučaju intermedijer, koji je proveo takav pripis, uživa zaštitu

[2387] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-11
[2388] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-15; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 105. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 319; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 873), str. 152. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 425. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.127; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 562.
[2389] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-9; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 83. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 326
[2390] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 82.

kao „nedužni“ stjecatelj.[2391] Na zaštitu nema pravo imatelj onog računa na koji je intermedijer slučajno odnosno greškom proveo pripis nemajući za to odgovarajuću osnovu.[2392]

Kod stjecanja prava radi osiguranja na posredovanim vrijednosnim papirima, zaštita vrijedi neovisno o stjecateljevom (ne)ispunjenju protučinidbe. Ne uvjetujući u tom slučaju zaštitu naplatnošću stjecanja, Ženevska konvencija štiti „nedužnog“ primatelja osiguranja i onda kad davatelj osiguranja nije ujedno dužnik osigurane obveze.[2393]

Zaštita ne ovisi o (konvencijskom) načinu na koji je stjecateljevo pravo steklo učinak *erga omnes*. Ženevska konvencija jednako štiti stjecatelje koji su posredovane vrijednosne papire odnosno prava na posredovanim vrijednosnim papirima stekli pripisom na svoj račun i one koju su ih stekli na neki od načina iz čl. 12. Ženevske konvencije.[2394] Kod stjecanja pripisom na račun vrijednosnih papira potreba može postojati samo za zaštitom od posljedica ranijeg neispravnog upisa.[2395] Zaštita od zahtjeva utemeljenih na konkurirajućem pravu je suvišna jer takav način stjecanja isključuje mogućnost njihovog postojanja. Potreba za zaštitom od posljedica ranijeg neispravnog upisa može postojati samo u pravnim poretcima u kojima vrijedi uparujući sustav. U pravnim poretcima u kojima vrijedi neuparujući sustav takva zaštita je suvišna jer raniji neispravni upis ne može dovesti u pitanje valjanost stjecanja posredovanih vrijednosnih papira odnosno prava na posredovanim vrijednosnim papirima.[2396] Ženevska konvencija ne štiti stjecatelje prava koja su učinak *erga omnes* stekla nekonvencijskim načinom.[2397]

Stjecateljeva „nedužnost“ prosuđuje se prema njegovom stvarnom ili presumiranom znanju odlučujućih činjenica u relevantno vrijeme. U Ženevskoj konvenciji stjecateljeva „nedužnost“ ne počiva na povjerenju u vanjsku sliku subjektivnog prava kojom se ono

[2391] Protučinidbu *Kanda et al.* (Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-13) u tom slučaju pronalaze u obvezi koju je intermedijer preuzeo prema imatelju računa sukladno odredbi čl. 24. Ženevske konvencije.
[2392] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 80.
[2393] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-12; Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 97. Svrha izričitog izuzimanja primatelja osiguranja zaštita je, u prvom redu, osiguranih vjerovnika društava koncerna u korist kojih je dužnikovo povezano društvo dopustilo zasnivanje prava radi osiguranja na svojim posredovanim vrijednosnim papirima.
[2394] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-1; Stjecatelj koji se oslonio na neki od načina iz čl. 12. Ženevske konvencije zaštitu uživa u slučajevima kad se ne primjenjuju odredbe o redoslijedu prvenstva (čl. 19. i čl. 20. st. 2. Ženevske konvencije). Sukladno odredbi čl. 17. t. (a) Ženevske konvencije, pojam „stjecatelj“ (engl. *acquirer*) označava imatelja računa na čiji račun vrijednosnih papira su pripisani vrijednosni papiri ili osobu koja je stekla pravo na posredovanim vrijednosnim papirima na način iz čl. 12. Ženevske konvencije.
[2395] *Cf.* Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 66.
[2396] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 18-7; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 568.
[2397] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 70. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 156. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 561.

publicira, odnosno u nositelja pravnog privida o titularu tog prava, već u funkcionalni žiro sustav vrijednosnih papira.[2398]

Jedna od činjenica o kojima ovisi prosudba stjecateljeve „nedužnosti" kršenje je prava druge osobe činom stjecanja vlastitog prava. Stjecatelj nije „nedužan" ako u relevantno vrijeme stvarno zna (engl. *actually knows*) ili bi trebao znati (engl. *ought to know*) ne samo za pravo druge osobe na vrijednosnim papirima ili posredovanim vrijednosnim papirima već i da pripis na njegov račun vrijednosnih papira, zabilježba ili zasnivanje prava u njegovu korist krši pravo te druge osobe (čl. 18. st. 1. Ženevske konvencije).[2399] Znanje o postojanju prava druge osobe samo po sebi nije odlučujuće. Stjecatelj može biti „nedužan" čak i ako zna da takvo pravo postoji. Za gubitak zaštite nužno je znanje o kršenju tog prava i uzročnoposljedičnoj vezi sa stjecanjem vlastitog prava.

Druga odlučujuća činjenica za prosudbu stjecateljeve „nedužnosti" raniji je neispravni upis. Stjecatelj nije „nedužan" ni ako u relevantno vrijeme stvarno zna ili bi trebao znati za takav upis (čl. 18. st. 2. Ženevske konvencije). Neispravni upis (engl. *defective entry*) je pripis vrijednosnih papira ili zabilježba koja je nevaljana ili reverzibilna, uključujući uvjetni pripis ili zabilježbu (engl. *designating entry*) koja je postala nevaljana ili reverzibilna zbog djelovanja ili neispunjenja uvjeta (čl. 17. t. (d) Ženevske konvencije).[2400] Na stjecateljevu „nedužnost" ne utječe znanje o ranijem neispravnom terećenju.[2401]

Za gubitak zaštite nije nužno da stjecatelj stvarno zna odlučujuću činjenicu već je dovoljno da bi je trebao znati. Treba li u konkretnim okolnostima putativni stjecatelj znati odlučujuću činjenicu prosuđuje se ne ispuštajući iz vida karakteristike i zahtjeve tržišta vrijednosnih papira, uključujući sustav posrednog držanja (čl. 17. t. (b)(i) Ženevske konvencije) te načelni izostanak obveze stjecatelja da istražuje odnosno provjerava (čl. 17. t. (b)(ii) Ženevske konvencije). Ne bi bilo opravdano presumirati stjecateljevo znanje o činjenicama koje – zbog tih karakteristika i zahtjeva – on na pouzdan način nije mogao samostalno utvrditi, kao

[2398] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 323; O zaštiti povjerenja u urednost knjiženja u kontekstu odredbe čl. 18. st. 2. Ženevske konvencije v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 567.
[2399] Presumirano neznanje („treba znati") suštinski uključuje namjerno neznanje (engl. *wilful blindness*), na kojem počiva zaštita stjecatelja u američkom pravu. O tome v. Mooney Jr., Charles W., Kanda, Hideki, *op.cit*. (bilj. 18), str. 101; Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17 – 3; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 565.
[2400] Odredba čl. 18. st. 2. Ženevske konvencije ne odnosi se stoga na stjecanje koje je posljedica „kućne" preknjižbe. O tome v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 568.
[2401] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 326

ni o onima koje – zbog izostanka te obveze – nije ni trebao samostalno utvrđivati.[2402] Obveza stjecatelja da istražuje odnosno provjerava izostaje i kad je riječ o javnoj domeni. Budući da pretraživanje javne domene zahtijeva vrijeme i stvara troškove, svoje pravo nositelj ne može zaštiti ni javnom objavom ni upisom u javni očevidnik.[2403] Drugačije nego kod imovine druge vrste, kod posredno držanih vrijednosnih papira javna dostupnost ne stvara predmnijevu znanja. Čak i da se zanemari vrijeme i trošak, pretraga javne domene nije svrhovita jer ne otkriva odlučujuću činjenicu. Znanje o objavljenom ili upisanom pravu stjecatelja ne lišava „nedužnosti" ako on ujedno ne zna da njegovo stjecanje rezultira kršenjem tog prava.[2404] Zbog nemogućnosti, nepraktičnosti i – u konačnici – nepoželjnosti samostalnog utvrđivanja odlučujućih činjenica, stjecatelju se tolerira neznanje koje je rezultat nepažnje. Zaštitu načelno uživa čak i onaj stjecatelj koji je - po vlastitom priznaju - nezainteresiran, neupućen i zaboravan, pod uvjetom da je pritom pošten.[2405] Da bi se njegovo znanje moglo presumirati, stjecateljevo neznanje treba biti posljedica namjere ili nepoštenja.[2406] Na zaštitu ne može računati samo onaj tko odlučujuću činjenicu stvarno zna ili je namjerno izbjegava saznati.[2407] Iako je stvarno ne zna, uzima se da odlučujuću činjenicu stjecatelj zna ako bi je znao da se pridržavao odgovarajućeg standarda poštenog postupanja (engl. *appropriate standard of honest behaviour*). U tom slučaju neznanje je rezultat stjecateljeve namjerne odluke da ne istraži vrlo sumnjive okolnosti koje su mu poznate kako ne bi saznao odlučujuću činjenicu. Zbog osobitosti transakcija s posredovanim vrijednosnim papirima, o krštenju tog standarda može u pravilu biti

[2402] Nepostojanje obveze na provjeru i istraživanje neizbježna je posljedica karakteristika sustava posrednog držanja. Neovisno o načinu na koji pravo stječe učinak *erga omnes* stjecatelj nema praktičan ni pouzdan način na koji može mimo relevantnog intermedijera otkriti postojanje konkurirajućeg prava druge osobe ili neispravnog upisa. U tu svrhu, stjecatelj se u potpunosti oslanja na intermedijera pouzdajući se u točnost i potpunost podataka koje mu ovaj predoči. Obvezivanje stjecatelja na provjeru i istraživanje kompromitiralo bi učinkovitost sustava, što je glavna komparativna prednost tog načina držanja vrijednosnih papira. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-9 – 17-10. Liang, Wenwen, *op.cit*. (bilj. 5), str. 167. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 564. – 565.

[2403] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-12

[2404] Nije neuobičajeno da nositelj objavljenog odnosno upisanog prava imatelja računa ovlasti za raspolaganje posredovanim vrijednosnim papirima, koji su objekt tog prava. Bez obveze provjere, stjecatelj se ima pravo pouzdati u postojanje takvog ovlaštenja. O tome v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-13.

[2405] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-10; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 565.

[2406] U specifičnom kontekstu posredovanih vrijednosnih papira nije prikladno tradicionalno poimanje „dobre vjere" i „nedužnosti" ni nacionalno uređenje *bona fide* stjecanja pokretnina, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-8; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 75., 78.

[2407] Primjena interpretacijskog pravila iz odredbe čl. 17. t. (b) Ženevske konvencije dovodi – po mišljenju *Kande et. al* - do jednakog rezultata onom koji daje primjena „kriterija namjernog neznanja" (engl. *wilful blindness test*) iz čl. 8. UCC 1994, v. Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-3. Oslanjanje na stvarno znanje i, suštinski, namjerno neznanje (engl. *wilful blindness*) *Thévenoz* objašnjava fungibilnošću posredovanih vrijednosnih papira i oslanjanjem na intermedijere koji su u pravilu regulirane i nadzirane osobe, v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 64. Izjednačavanje presumiranog znanja i namjernog neznanja može biti problematično iz perspektive kontinentalnoeuropskog pravnog kruga, u kojem je za takvu presumpciju dovoljna krajnja nepažnja Inzistiranje na namjeri stjecateljima pruža jaču zaštitu od one koju su im ti pravni poretci voljni pružiti. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 77.

govora samo u slučaju stjecateljeve stvarne koluzije sa štetnikom ili vrlo sumnjivih okolnosti koje graniče sa stvarnim znanjem.[2408]

Zaštita koju pruža Ženevska konvencija ovisi isključivo o „nedužnosti" stjecatelja.[2409] Nebitno je pritom je li stjecanje osobno ili putem zastupnika, odnosno jesu li u stjecanju sudjelovali središnji depozitorij, središnja druga ugovorna strana ili stjecateljev intermedijer. Osim ako tako proizlazi iz nekonvencijskog prava, stjecatelj ne ostaje bez konvencijske zaštite zbog toga što netko od njih nije „nedužan".[2410]

Kad je stjecatelj pravna osoba pribraja joj se (stvarno ili presumirano) znanje odgovorne osobe. Pravna osoba stvarno zna ili bi trebala znati pravo ili činjenicu od kad ju je saznala ili je razumno trebala saznati (fizička) osoba koja je odgovorna za ono za što je pravo ili činjenica relevantno (čl. 17. t. (c) Ženevske konvencije).[2411] Odgovornost fizičke osobe uvjet je za pribrajanje njezinog znanja pravnoj osobi.[2412] Presumiranje znanja odgovorne osobe zahtijeva prosudbu razumnosti u danim okolnostima. Ako bi razumno postupanje rezultiralo znanjem odgovorne osobe, takvo znanje se presumira te potom pribraja pravnoj osobi, neovisno o tome je li potonja u stvarnosti postupila razumno ili nije.[2413] Pozivanjem na razum nastoji se postići fleksibilnost, koja je potrebna zbog širokog spektra različitih životnih situacija, ne ostavljajući pritom prostor za prijevarno ili zlonamjerno postupanje. Cilj je spriječiti zlouporabu bez neprimjerenog opterećivanja.[2414] Fleksibilnost je važna ako bi striktna primjena, ili omogućila izbjegavanje znanja (*e.g.* razdvajanjem osobe koja zna činjenicu i odgovorne osobe u različite pravne osobe), ili bila prekomjerno otegotna (*e.g.* kad bi se od svih zaposlenika pravne osobe očekivalo da o činjenici ili pravu koje saznaju promptno izvijeste odgovornu osobu, neovisno o tome jesu li preuzeli takvu obvezu izvještavanja).[2415]

[2408] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-11; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 78.
[2409] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 322; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 566. *Cf*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 426., koji to smatra nejasnim.
[2410] O tome kritički LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.125. Po mišljenju *Law Commission*, nepribrajanje tuđeg (*e.g.* zastupnikovog) znanja stjecatelju otvara prostor za manipulaciju. Za prijepor o tome može li nekonvencijsko pravo dovesti do toga da intermedijerovo nepoštenje padne na teret stjecatelja ostavivši ga bez (konvencijske) zaštite v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 322; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 426. O dvojbenoj kompatibilnost Ženevske konvencije i njemačkog prava v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 566., 582.
[2411] O potrebi razjašnjenja ključnih pojmova korištenih u konvencijskom tekstu („trebala znati", „razumno" „osoba koja je odgovorna"), značenje kojih nije posve jasno, na nacionalnoj razini v. Micheler, Eva, Legal Certainty, *op.cit*. (bilj. 21), str. 20.
[2412] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 79.
[2413] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-16
[2414] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 565.
[2415] Kanda, Hideki *et al.* (ured.), *op.cit*. (bilj. 47), Rd. 17-17, 17-18

„Nedužnost“ (*i.e.* znanje) stjecatelja prosuđuje se u vrijeme koje je relevantno. Relevantno vrijeme je ono kad pravo stječe učinak *erga omnes*. Riječ je, stoga, o vremenu provedbe pripisa odnosno vremenu sklapanja ugovora o zasnivanju prava u korist relevantnog intermedijera (čl. 19. st. 3. t. (a) Ženevske konvencije) ili provedbe zabilježbe na račun vrijednosnih papira (čl. 19. st. 3. t. (b) Ženevske konvencije) ili sklapanja (trostranog) kontrolnog ugovora odnosno intermedijerovog primitka obavijesti o sklapanju dvostranog kontrolnog ugovora (čl. 19. st. 3. t. (c) Ženevske konvencije) (čl. 17. t. (e) Ženevske konvencije).

Ženevska konvencija ne odgovara na pitanje tko snosi teret dokaza o ispunjenju pretpostavki za zaštitu stjecatelja. Budući da je riječ o materijalnopravnoj stvari usko vezanoj uz ishod stjecanja, odgovor valja tražiti u *legi causae*.[2416]

9 Mjerodavno pravo za posredno držane vrijednosne papire

Pravni odnosi povezani sa zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima nerijetko imaju međunarodno obilježje.[2417] Nije neuobičajeno da zbirni portfelj sadrži vrijednosne papire koji su izdani po pravima različitih država, ni da skrbnički lanac tvore intermedijeri koji imaju sjedišta u različitim državama. Uz domaće, vrijednosni papiri privlače i strane ulagatelje s prebivalištem odnosno sjedištem u državi različitoj od države sjedišta izdavatelja. Osim na uređenom tržištu, koje može ali i ne mora biti u državi u kojoj izdavatelj ima sjedište, ulagatelji – koji mogu ali i ne moraju imati prebivalište odnosno sjedište u istoj državi – vrijednosnim papirima trguju i neposredno. Vrijednosni papiri mogu – osim za ulaganje – poslužiti i za osiguranje, pri čemu osigurani vjerovnici mogu ali i ne moraju imati prebivalište odnosno sjedište u istoj državi kao davatelji osiguranja. Međunarodno obilježje može biti i posljedica različitih mjerodavnih prava na pojedinim karikama skrbničkog lanca kao i odluke strana

[2416] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 80.

[2417] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.06; Peyer, Martin, Probleme der Rechtswahl nach Haager Wertpapier-Übereinkommen im Depotvertrag, AJP/PJA 8/2007, str. 956. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 25), str. 308. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 35. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 9. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 16. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 291. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M.; Smith Edwin E., Changes in the Choice-of-Law Rules for Intermediated Securities: The Hague Securities Convention is Now Live, Business Law Today, August 2017, str. 1. The Giovannini Group, *op.cit*. (bilj. 25), str. 57. Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 8. O međunarodnom elementu koji može dovesti do primjene konvencijskih kolizijskih normi v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3-1 – 3-9; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 3 HSC Rd. 1 – 4; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 19. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.03 – 10.04; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 146. – 147. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.38; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 28., 352. – 353. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 95., 361. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1225. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 278. – 280. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 310. – 311. O vezi stvarnog prava glede vrijednosnih papira s više pravnih poredaka v. Schwarcz, Steven L., Benjamin Joanna, *op.cit*. (bilj. 9), str. 329.

ugovora o računu vrijednosnih papira da u inače jednonacionalnoj situaciji kao mjerodavno izberu strano (materijalno) pravo.[2418]

Kod pravnih odnosa s međunarodnim obilježjem u prvi plan iskače pitanje mjerodavnog prava za relevantnu kategoriju vezivanja.[2419] Predvidivost odgovora na to pitanje uvjet je pravne sigurnosti. O pravnoj sigurnosti ne može biti govora dokle god ulagatelji ili drugi sudionici pravnih odnosa dvoje oko toga koje se pravo u konkretnom slučaju primjenjuje. Pravna nesigurnost uzrokovana nepredvidivošću mjerodavnog prava negativno djeluje na učinkovitost i funkcionalnost tržišta.[2420] Osim što povećava troškove i otežava ostvarivanje legitimnih poslovnih ciljeva, pojačava štetne posljedice financijskog poremećaja.[2421] Kod posredno držanih vrijednosnih papira pravna nesigurnost posebno je otegotna zbog ogromne vrijednosti ukupne količine vrijednosnih papira koji se drže posredstvom intermedijera, velikog volumena i rastuće složenosti transakcija s takvim vrijednosnim papirima te sistemskog značenja nemalog broja sudionika tih transakcija.

Relevantna kategorija vezivanja, za koju se utvrđuje mjerodavno pravo, skup je specifičnih pitanja povezanih s držanjem vrijednosnih papira posredstvom intermedijera i raspolaganja posredno držanim vrijednosnim papirima.[2422] Sveobuhvatni popis tih pitanja

[2418] O primjenjivosti Haške konvencije kao posljedici takvog izbora v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3-9; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 19. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 147. – 148. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 962. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 352. - 353. Za razliku od *Goodea*, *Kande* i *Kreuzera*, *Wust* smatra da takav izbor treba biti valjan (*i.e.* izabrano može biti pravo samo one države u kojoj relevantni intermedijer u vrijeme sklapanja pogodbe ima „kvalificiranu poslovnicu").

[2419] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Conflict of Laws – Prel. Remarks Rd. 1; Po mišljenju *Guillaume*, utvrđivanje mjerodavnog prava otežava sudjelovanje u pojedinoj transakciji lanca intermedijera smještenih u različitim državama.

[2420] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 24. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 33. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1239. O neizvjesnosti po pitanju prava mjerodavnog za raspolaganje posredno držanim vrijednosnim papirima kao uzroku kriza likvidnosti na financijskim tržištima v. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 10.

[2421] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 2-3, Int – 34; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 134. Nemogućnost da unaprijed sa sigurnošću utvrde mjerodavno pravo za narav svog prava glede posredno držanih vrijednosnih papira može odvratiti ulagatelje i davatelje kredita od mnogih transakcija, kako onih koje bi im pribavile financijske koristi tako i onih kojima bi smanjili rizik. Osim što može smanjiti cijenu vrijednosnih papira i tako izdavateljima povećati trošak kapitala, to može umjetno povećati cijenu kredita jer se smanjenjem cijene vrijednosnih papira ujedno i smanjuje njihova vrijednost kao kolateral. Ako nije izvjesno da se tražbine mogu namiriti ili smanjiti na mali dio nominalnog iznosa unovčenjem instrumenata osiguranja, financijskim institucijama nedostupni mogu postati izvori financiranja, što može nepotrebno dovesti do povećanja sistemskog rizika. Nespremnost odobriti kredit instituciji u teškoćama ili s njom sklopiti transakciju može se u kratkom roku negativno odraziti i na ostale institucije povećavajući tako sistemski rizik. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 73; Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 961. – 962. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 387. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 15. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 277. – 278. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1222.

[2422] U pravnoj književnosti raspravlja se, između ostalog, treba li se mjerodavno pravo za sva ta pitanja utvrđivati primjenom iste ili različitih kolizijskih normi. O tome v. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 6. O tim pitanjima v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 278.

sadrži Haška konvencija.[2423] Tu spadaju pravna narav prava koja su posljedica pripisa vrijednosnih papira na račun i učinci tih prava spram intermedijera i trećih osoba (čl. 2. st. 1. t. a) Haške konvencije), pravna narav raspolaganja vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera i učinci tih raspolaganja spram intermedijera i trećih osoba (čl. 2. st. 1. t. b) Haške konvencije), pretpostavke (ako postoje) za perfektuiranje raspolaganja vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera (čl. 2. st. 1. t. c) Haške konvencije), pitanje ukida li pravo jedne osobe na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera konkurirajuće pravo druge osobe ili ga samo podređuje (*i.e.* preskače u redoslijedu prvenstva) (čl. 2. st. 1. d) Haške konvencije), obveze (ako postoje) intermedijera prema osobi koja nije imatelj računa već koja konkurira imatelju računa ili drugoj osobi tvrdeći da ima pravo na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera (čl. 2. st. 1. e) Haške konvencije); pretpostavke (ako postoje) za realizaciju prava na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera (čl. 2. st. 1. f) Haške konvencije); te naposlijetku pitanje obuhvaća li raspolaganje vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera prava na dividendu, prihod ili druge raspodjele ili utržak od iskupa, prodaje ili nečeg drugog (čl. 2. st. 1. g) Haške konvencije). Riječ je o pitanjima dio kojih se – u slučaju neposrednog držanja - u njemačkom i austrijskom pravu prosuđuje po stvarnom statutu za vrijednosne papire.[2424]

Predvidivost mjerodavnog prava podriva kolizijskopravna neusklađenost pravnih poredaka.[2425] Kolizijske norme mogu se međusobno razlikovati ili različito tumačiti tako da za isti činjenični supstrat upućuju na različito mjerodavno pravo. Dokle god je tako, ishod eventualnog spora može se uvelike razlikovati ovisno o tome sud koje države o njemu

[2423] Konvencijske kolizijske norme znatno su šireg obuhvata kako od europskih kolizijskih normi tako i od njemačke kolizijske norme. O tome v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 206. S druge strane, tim popisom nisu obuhvaćena sva pitanja koja uređuje Ženevska konvencija. O tome v. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 308. O naglašenoj sličnosti Haške konvencije i američkog prava u tom pogledu v. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1231. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 253.

[2424] O stvarnom statutu za vrijednosne papire u njemačkom pravu v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 113, 117; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 24; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 49. *et seq.* Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 259. *et seq*. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 399. – 400. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 363. – 365. u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/154. Stvarni statut mjerodavan je za sadržaj, stjecanje i gubitak vlasništva i drugih stvarnih prava na vrijednosnim papirima. Po tom pravu prosuđuju se sva stvarnopravna pitanja koja se tiču isprave o vrijednosnom papiru, uključujući pretpostavke, redoslijed prvenstva i ostvarivanje založnog prava na vrijednosnim papirima. O stvarnom statutu za vrijednosne papire ovisi može li se *bona fide* steći stvarno pravo na vrijednosnom papiru. O stvarnom statutu ovisi i može li se stvarnim pravom na vrijednosnom papiru raspolagati uknjižbom ili upisom u registar.

[2425] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 219. Rizik da neočekivano pravo bude proglašeno mjerodavnim za prosudbu stvarnopravnih pitanja koja se tiču posredno držanih vrijednosnih papira posljedica je, po mišljenju *Ooi*, nepostojanja usklađenog pravnog pristupa njegovom određivanju. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 10. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.4., 3.2.

odlučuje.[2426] Na neodrživost kolizijskopravnog partikularizma doktrina upozorava već dulje vrijeme.[2427] Sve dok se pravni poretci kolizijskopravno ne usklade i to na način koji uvažava osobitosti suvremenog načina držanja i raspolaganja vrijednosnim papirima, međunarodno privatno pravo zadržat će neslavni status velikog izvora pravnog rizika za industriju financijskih usluga.[2428]

Sklad donekle postoji među državama članicama Europske unije. Rezultat je to usklađivanja s europskom pravnom stečevinom, koja sadrži nekoliko strogo namjenskih kolizijskih normi za posredno držane vrijednosne papire. Sklad nije potpun, zbog različitog načina na koji su pojedine države članice provele usklađivanje i različitog tumačenja kolizijskih normi nastalih takvim usklađivanjem.[2429] Razlike među pravima država članica posljedica su i vrlo ograničenog dosega europskih kolizijskih normi, koji ostavlja velik prostor za primjenu nacionalnih kolizijskih normi neeuropskog pravnog podrijetla.[2430] U takvim okolnostima pravna sigurnost nije dostižna.[2431] Nepostojanje dosljednih kolizijskih normi za pitanja

---

[2426] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 33; 4-5; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.09; Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 219. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 8.106; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 339. Mjerodavnost prava na koje uputi kolizijska norma *legi fori* može dati povoda za „forum shopping". Tužitelj je svakako zainteresiran da o sporu odlučuje sud čija kolizijska norma upućuje na materijalno pravo primjena kojeg je za njega najpovoljnija.

[2427] Još devedesetih godina prošlog stoljeća tržišni sudionici i njihovi pravni savjetnici proglasili su „sukob zakona" glede stjecanja, perfektuiranja, redoslijeda prvenstva i ostvarenja prava na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera „prvim problemom koji treba globalno riješiti". O tome v. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 9. O potrebi globalnog rješenja v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 339. *Bernasconi* (Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1.) ukazuje na potrebu za ujednačenim kolizijskim normama koje vjerno odražavaju suvremeni način držanja i raspolaganja vrijednosnim papirima. Slično tvrde i *Goode*, *Kanda* i *Kreuzer* (Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 2). Ujednačene kolizijske norme uvjet su za međunarodni konsenzus. Ako pak upućuju na različita materijalna prava koja se sadržajno razlikuju, prijeti rizik „šepavosti" raspolaganja (njem. *Hinkende Verfügung*) uz koja se vežu različiti učinci ovisno o tome koje se pravo uzme kao mjerodavno. O tome v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 73.

[2428] Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 205. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 30. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 310. *Cf.* Čulinović-Herc/Zubović/Derenčinović Ruk, *op.cit*. (bilj. 30), str. 32., koje spominju nedovoljnu predvidivost mjerodavnog prava unatoč harmonizacijskim naporima. O izostanku pravne sigurnosti kod prekograničnih transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima v. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1237. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.4., 5.1. O potrebi da unificirana kolizijska norma vjerno odražava suvremeni način držanja i raspolaganja vrijednosnim papirima v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 2; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 1. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 10. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 300. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 549. *Contra* Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 5. – 6., 19. – 23., koja smatra da su kolizijskopravni problemi – ako uopće postoje – teoretske prirode bez praktičnih reperkusija. Moffatt, Paula, Digital age, *op.cit*. (bilj. 486), str. 69., 73.

[2429] Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., Myths about the Hague Convention debunked, International Financial Law Review, London, November 2005, str. 3. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 73; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 17. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 24), str. 10. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 22. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 446. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 139. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 226. – 230. Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 11.

[2430] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 65., 83., 103. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a 17, 19, 20; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 445.

[2431] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 139. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 228. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *op.cit*. (bilj. 204), str. 19., 23., koja ukazuje na pravnu nesigurnost na područjima izvan dohvata europskih kolizijskih normi. *Cf.* ECB, *op.cit*. (bilj. 203), Rd. 9, koja smatra da je postojeća europska legislative uvelike pridonijela pravnoj sigurnosti.

vlasništva i ostalih stvarnih prava na posredno držanim vrijednosnim papirima i dalje predstavlja značajnu pravnu smetnju za razvoj jedinstvenog europskog financijskog tržišta.[2432]

Na globalnoj razini o kolizijskopravnoj usklađenosti uopće ne može biti govora.[2433] Nastojanja poduzeta u tom smjeru neslavno su završila. Hašku konvenciju ratificirale su samo tri države, što je taman dovoljno za njezino stupanje na snagu ali posve zanemarivo za ostvarenje svrhe njezinog postojanja. Neuspjeh je, s jedne strane, razočaravajući ima li se u vidu materijalnopravna neusklađenost pravnih poredaka.[2434] Kad bi materijalna prava bila međusobno usklađena, neizvjesnost oko toga koje od njih je u konkretnom slučaju mjerodavno imala bi puno manje praktično značenje. Minimalni izgledi da se u dogledno vrijeme prevladaju suštinske razlike u materijalnopravnom poimanju naravi prava ulagatelja potenciraju važnost kolizijskopravnog usklađivanja.[2435] Ako već s razlikama u materijalnom pravu treba računati, razlike u međunarodnom privatnom pravu bilo bi poželjno što ranije ukloniti ili barem bitno ublažiti kako ne bi bilo prijeporno koje od tih različitih materijalnih prava je u konkretnom slučaju mjerodavno. S druge pak strane, neuspjeh nije u potpunosti neočekivan uzmu li se u obzir upravo te razlike u materijalnom pravu pojedinih pravnih poredaka. Uspjehu su se mogli nadati samo oni koji neusklađenost materijalnog prava ne smatraju preprekom za usklađivanje međunarodnog privatnog prava (*e.g. Goode, Kanda* i *Kreuzer*, *Rogers*).[2436] Po njihovom mišljenju, kolizijska norma nije nužno materijalnopravno obojena. Ako je neutralna, može se primijeniti na raspolaganja neposrednim stvarnim pravom na pokretnoj (tjelesnoj) stvari jednako kao i na raspolaganja posrednim stvarnim pravom odnosno „opredmećenom“

[2432] Marjosola, Heikki, *op.cit*. (bilj. 23), str. 19.
[2433] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 33; Rogers, James S., Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries, Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper 80, September 28, 2005, str. 12. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 220. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 957. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 250. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.4., 3.2;
[2434] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.09; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 134. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1222.
[2435] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 12., 14. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 74; Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 229. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 67. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 404. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.19. Rogers, James S., u: Guynn, Randall D. *et al.*, *op.cit*. (bilj. 10), str. 65. Konsenzus o mjerodavnom pravu *Rogers* smatra ključnim čimbenikom za prevladavanje neizbježnih razlika među materijalnim pravima pojedinih država.
[2436] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 40; Po njihovom mišljenju, napuštanje pristupa mjesta gdje leže vrijednosni papiri, odnosno pristupa proboja (engl. *look-through approach*) za potrebe međunarodnog privatnog prava ne povlači za sobom potrebu napuštanja tog pristupa, koji može biti nužan za potrebe materijalnog prava. Slično rezonira i *Rogers*. Isključiva relevantnost odnosa između intermedijera i imatelja računa kod utvrđivanja mjerodavnog prava ne znači nužno da je taj isti odnos jedini relevantan za primjenu tog prava. O mjerodavnom pravu ovisi uzimaju li se prilikom prosudbe pravnih posljedica držanja i raspolaganja posredno držanim vrijednosnim papirima u obzir samo činjenice koje se tiču odnosa intermedijera i imatelja računa ili i druge činjenice, poput događaja u podlozi pripisa koje su proveli ostali intermedijeri koji su sudjelovali u transakciji. O tome v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 22.

tražbinom glede *de facto* nepokretne ili netjelesne stvari.[2437] Sudbina Haške konvencije pokazatelj je da većina misli drugačije. Nemogućnost postizanja konsenzusa o kolizijskoj normi ukorijenjena je u nemogućnosti postizanja konsenzusa o naravi prava glede posredno držanih vrijednosnih papira.[2438] Razlike među pravnim poretcima u materijalnopravnom poimanju naravi ulagateljevog prava prevelike su da bi u svima njima mogla vrijediti ista kolizijska norma.[2439] Neuspjeh nije zatekao one koji - prosuđujući odnos materijalnog i međunarodnog privatnog prava – ne ispuštaju iz vida poveznicu kolizijske norme. Ako se mjerodavno pravo određuje prema lokaciji ulagateljeve imovine koja je predmet držanja odnosno raspolaganja, ono ovisi o materijalnopravnoj prosudbi naravi prava ulagatelja.[2440] Mjesto gdje leže vrijednosni papiri može biti relevantno samo kad se ulagatelja proglasi nositeljem neposrednog stvarnog prava na tim vrijednosnim papirima.[2441] Mjesto gdje se nalazi račun vrijednosnih papira odnosno mjesto relevantnog intermedijera relevantno je pak kad se ulagatelja pozicionira kao imatelja tražbine prema relevantnom intermedijeru i/ili kao nositelja posrednog stvarnog prava glede vrijednosnih papira i neposrednog stvarnog prava na pravu relevantnog intermedijera glede tih vrijednosnih papira.[2442] Ako kolizijskopravni pristup ovisi o

[2437] Za materijalnopravnu neutralnost konvencijskih kolizijskih normi, v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int - 20, Int – 35, 2-5, 2-8, 2-12, 4-2; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 218., 220. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 24. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 11., 15. Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 4. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 553. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 6; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 76; Po mišljenju tih autora, materijalnopravna prosudba naravi prava stečenih pripisom na račun ni na koji način ne utječe na primjenu konvencijskih kolizijskih normi. Haška konvencija primjenjuje se kako u slučaju kad je ulagatelj vjerovnik tražbine prema relevantnom intermedijeru u svezi sa zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima (čl. 2. st. 2. Haške konvencije) tako i u slučaju kad je vlasnik vrijednosnih papira s direktnim zahtjevom prema izdavatelju za ostvarivanje prava koja iz njih proizlaze. O tome v. i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 188. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 74. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 347. Za tezu da konvencijske kolizijske norme nisu materijalnopravno neutralne v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 530., 538.

[2438] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.13

[2439] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 402., 411. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 408.

[2440] Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 68. – 69. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 313. Zbog toga što pretpostavlja materijalnopravnu prosudbu, kolizijska norma koja se oslanja na lokaciju imovine ne može, po mišljenju *Haentjensa*¸ biti neutralna niti joj ishod može biti predvidiv. *Cf*. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 57., koji ulagateljevu imovinu locira koristeći se ne pravnim već ekonomskim kriterijem. Po njegovom mišljenju pravo se i u pravnim poretcima – *Thévenozovim* riječima – direktnog vlasništva „nalazi" kod ulagateljevog (neposrednog) intermedijera.

[2441] O mjerodavnosti *legis cartae sitae* za neposredno stvarno pravo na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 411.

[2442] O tome v. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-14; Zaccaria, Elena Christine, *op.cit*. (bilj. 5), str. 49. McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 57. Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. O mjerodavnosti *legis conto sitae* za raspolaganje pravom stečenim pripisom na račun neovisno o lokaciji pripisanih vrijednosnih papira v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 411. Za tezu da je kodifikacija ovlasti na vrijednosne papire kao zasebnog oblika imovine različitog od vlasništva vrijednosnih papira stvorila uvjete za jasnije i koherentnije kolizijske norme, koje ne pridaju važnost lokaciji vrijednosnih papira već intermedijera koji je kreirao ovlast v. Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 274. – 275. Slično Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 14., koji navodi da potraga za ulagateljevim pravom ne seže dalje od intermedijera u čijim evidencijama je pravo upisano. Po njegovom mišljenju, pravo se nalazi tamo gdje je račun na kojem je ono evidentirano. O primjeni

materijalnopravnim posljedicama intermedijacije, kolizijska norma koja se primjenjuje kad polaganje vrijednosnih papira na pohranu mijenja narav ulagateljevog prava načelno se ne može primijeniti i onda kad, unatoč promjeni načina držanja vrijednosnih papira, narav ulagateljevog prava ostaje ista.[2443] Sporedne konvencijske kolizijske norme, koje počivaju na pristupu mjesta relevantnog intermedijera, problematične su, stoga, u - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „direktnog vlasništva". Na problematičnost ukazuje ne samo kontinentalnoeuropska već i anglosaksonska pravna književnost.[2444] Kolizijska norma koja počiva na pristupu mjesta gdje leže vrijednosni papiri mogla bi se primijeniti na raspolaganje tražbinom prema intermedijeru ili posrednim stvarnim pravom glede vrijednosnih papira samo ako bi se tumačila teleološki, tako da *res* ne budu vrijednosni papiri već imovina na računu.[2445] U tom, iznimnom

PRIMA-e u belgijskom pravu zahvaljujući tome što se imovinom ne smatraju vrijednosni papiri već tražbina prema intermedijeru v. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 21. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 40. Za tezu po kojoj PRIMA počiva na fikciji koja izjednačuje vrijednosne papire i tražbinu prema intermedijeru v. ECB, *op.cit*. (bilj. 203), Rd. 58. Za relevantnost tog mjesta čak i kad je ulagatelj vlasnik vrijednosnih papira v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 57. O logičnosti i dosljednosti „pristupa utemeljenog na računu" (engl. *account-based approach*) *common law* načelima po tome što se mjerodavno pravo određuje prema mjestu gdje bi se prisilno ostvarivalo stvarno pravo na netjelesnim stvarima, odnosno tražbina vezana uz vrijednosne papire v. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 156., 158.

[2443] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.16 - 19.17; *cf*. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 18. – 19. Ni *Rogersu* nije promakla naglašena sličnost suprotstavljenih materijalnopravnih i kolizijskopravnih rješenja, koja – po njegovom mišljenju - otežava distanciranje materijalnog od međunarodnog privatnog prava. Na veću usklađenost kolizijskopravnog pristupa mjesta relevantnog intermedijera i materijalnopravnog pristupa - *Thévenozovim* riječima - pravnih poredaka „ovlasti na jednoj od razina" te *vice versa* upozoravaju i *Garcimartín* i *Guillaume* (Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.63, 10.89 – 10.92). Za inkompatibilnost kolizijskopravnog pristupa „korak po korak" i materijalnopravnog pristupa – *Thévenozovim* riječima – pravnih poredaka „direktnog vlasništva" v. Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau: Comments On Transfers Involving Two Or More Intermediaries: a Response To Preliminary Document No 12, Submitted by the Japanese Delegation, Prel. Doc. No 14 A , str. 5. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 255. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 398., 401. – 402., 447. *Ooi* (Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 230.) smatra da i konvencijske i europske kolizijske norme polaze od pretpostave da na svakoj kariki skrbničkog lanca postoji zasebno pravo. Za vezu materijalnog i međunarodnog privatnog prava v. i Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 3.

[2444] Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 211. Gullifer, Louise, *op.cit*. (bilj. 12), str. 6. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 232. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.65, 10.89 – 10.92; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 78; Konvencijske kolizijske norme, koje ne pridaju značenje mjestu gdje leže vrijednosni papiri, dio njemačke doktrine (*Einsele*, *Löber*) smatra nespojivim s njemačkim stvarnim pravom i njegovim suvlasničkim rješenjem. *Cf*. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 181. Problematičnim iz perspektive pravnih poredaka - *Thévenozovim* riječima - „direktnog vlasništva" *Ege* smatra kolizijskopravno raslojavanje raspolaganja, tako da se mjerodavno pravo utvrđuje za svaki uključeni račun vrijednosnih papira. Tako i Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 255. Za tezu da „PRIMA može uputiti na pravo koje jednostavno ne odgovara PRIMA-i" v. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 69.

[2445] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 30. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 14; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 210. - 211; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 4.67; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 16. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 21. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 40. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 137. Utjecaj posebnog materijalnopravnog uređenja na određivanje stvarnog statuta za vrijednosne papire razvidan je u belgijskom i luksemburškom pravu. Budući da se pravo ulagatelja ne odnosi na „prave" vrijednosne papire već na ukupan knjižni portfelj neposrednog skrbnika („portfelj koji služi kao pokriće za prava ulagatelja" (njem. *Deckungsbestand*)), relevantno mjesto (njem. *Belegenheitsort*) za potrebe stvarnog statuta za vrijednosne papire mjesto je u kojem taj skrbnik vodi račune vrijednosnih papira s takvim portfeljem. *Cf*. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj.

slučaju materijalno pravo ne bi određivalo sadržaj kolizijske norme već bi usmjeravalo njezino tumačenje. Ovisno o materijalnopravnoj prosudbi naravi ulagateljevog prava, sadržajno ista kolizijska norma različito bi se primjenjivala. Po mišljenju *Egea*, utvrđivanje mjerodavnog prava za (svaki) pojedini račun vrijednosnih papira uključen u transakciju ispravno može funkcionirati samo u materijalnopravnom okruženju u kojem je nositelj prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira svaki imatelj takvog računa, a pravo koje je evidentirano na tom računu obveznopravne naravi.[2446] Ujednačavanje međunarodnog privatnog prava kako to čini Haška konvencija preuranjeno je i, zbog toga, osuđeno na neuspjeh ako (barem) istovremeno nije ujednačeno materijalnopravno poimanje naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih i raspolaganja tim pravom po uzoru na - *Thévenozovim* riječima - pravne poretke „ovlasti na jednoj od razina". Kolizijskopravno raslojavanje raspolaganja po karikama skrbničkog lanca nespojivo je sa stvarnopravnim poimanjem ulagateljevog prava (neposredno) na zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima kakvo je prisutno u - *Thévenozovim* riječima - pravnim poretcima „direktnog vlasništva".[2447] Stvarnopravna narav ulagateljevog prava nije smetnja za takvo raslojavanje samo kod raspolaganja za koja se ne provodi pripis ili koja rezultiraju prolaznim stjecanjem od strane intermedijera.[2448] Ako u materijalnopravnom smislu ne dolazi do raspolaganja među karikama skrbničkog lanca, nema – po mišljenju *Ooi* – ni mjesta utvrđivanju mjerodavnog prava za svaku takvu kariku.[2449] *Chun* se s time ne slaže smatrajući da je za potrebe međunarodnog privatnog prava raslojavanje po karikama skrbničkog lanca nužno, neovisno o materijalnopravnoj prosudbi transakcije.[2450] Neuspjeh Haške konvencije razotkrio je zabludu o mogućnosti da se (naoko bržim i jednostavnijim) ujednačavanjem međunarodnog privatnog prava izbjegne (teže i dugotrajnije) ujednačavanje

149), str. 235. Po njezinom mišljenju, to što *res* nisu vrijednosni papiri već pravo prema intermedijeru razlog je za primjenu tzv. „legis creationis".

[2446] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 134., 217. – 218. *Ege* izrijekom spominje ovlast na vrijednosne papire iz američkog prava i tražbinu u podlozi WR-pripisa iz njemačkog prava.

[2447] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 218. Tako i Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau: Comments On Transfers Involving Two Or More Intermediaries: a Response To Preliminary Document No 12, Submitted by the Japanese Delegation, Prel. Doc. No 14 A, *op.cit*. (bilj. 2443), str. 5. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 255. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 398., 400. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 327. – 328. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 99., 105.

[2448] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 391., 400.

[2449] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 238. Po njezinom mišljenju, prijenosi među karikama skrbničkog lanca nisu odvojena raspolaganja već način da se pojedina transakcija ekonomski realizira. Kad je tako, kolizijskopravno raslojavanje nema smisla.

[2450] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 417. – 418.

materijalnog prava. Pokazalo se, naime, da se međunarodno privatno pravo ne može ujednačiti ako se prethodno ili istodobno barem djelomično ne ujednači materijalno pravo.[2451]

Neusklađenost pravnih poredaka rezultat je primjene različitih kolizijskopravnih pristupa.[2452] Većina kolizijskih normi koje se trenutno koriste za posredno držane vrijednosne papire oslanja se na jedan od četiri takva pristupa ili na kombinaciju više njih. O kolizijskopravnom pristupu ovisi poveznica kolizijske norme. Tri od četiri pristupa odlikuje poveznica objektivnog karaktera. Zajedničko im je da mjerodavno pravo čine ovisnim o lokaciji imovine koja je predmet držanja odnosno raspolaganja.[2453] Razlike među njima posljedica su drugačijeg poimanja te imovine (*i.e.* je li riječ o neposrednom pravu na posredno držanim vrijednosnim papirima ili posrednom pravu glede tih vrijednosnih papira sa stvarnopravnim učincima).[2454] Na poveznici objektivnog karaktera tradicionalno inzistira kontinentalnoeuropski pravni krug.[2455] Objektivnost je – tvrdi se – potrebna radi zaštite pravne sigurnosti te prava i interesa trećih osoba, koje nisu neposredni sudionici raspolaganja.[2456] Takvu zaštitu opravdava apsolutno djelovanje stvarnih prava, kojima se raspolaže. Za razliku od ostala tri, jedan pristup odlikuje poveznica subjektivnog karaktera. Od takve poveznice ne

[2451] O potrebi istodobnog odnosno koordiniranog usklađivanja materijalnog i međunarodnog privatnog prava v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 357. ECB, *op.cit*. (bilj. 203), Rd. 15; Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 256. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 408. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 402. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 540. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 328. O kontraproduktivnosti kolizijskopravnog ujednačavanja bez da se (barem donekle) ujednači materijalno pravo v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 193., 218. Po mišljenju *Egea*, time gotovo da se više problema stvara nego što ih se rješava.

[2452] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 219. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 409. – 410. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1237. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.4.

[2453] Za opće načelo međunarodnog privatnog prava po kojem stvarni statut ovisi o lokaciji imovine v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 4.66. Slično Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-14, koja – govoreći o tom načelu – spominje mjesto gdje se nalazi „korijen vlasništva" (engl. *root of title*). O relevantnosti *situsa* za utvrđivanje mjerodavnog prava po kojem se prosuđuje valjanost otuđenja i opterećenja u većini pravnih poredaka v. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-059. Po mišljenju *Khimjija*, utvrđivanje mjerodavnog prava za prosudbu stvarnopravnih učinaka prema mjestu gdje se nalazi stvar odražava razumna očekivanja uključenih sudionika. O tome v. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 155. Za tezu da je za potrebe utvrđivanja stvarnopravnih učinaka transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima lokacija irelevantna v. Moffatt, Paula, Digital age, *op.cit*. (bilj. 486), str. 69., 75.

[2454] Intrigira, stoga, da njemačko i austrijsko pravo, koja predmetom raspolaganja smatraju neposredno stvarno pravo na vrijednosnim papirima, prihvaćaju pristup mjesta relevantnog intermedijera.

[2455] Kad je riječ o stvarnom statutu za vrijednosne papire, stranačku autonomiju ne dopušta ni njemačko ni austrijsko pravo. Za njemačko pravo v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 113, 130. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 100. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/154. O tome v. i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 148. – 149. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 372., 381. O različitim pogledima na mogućnost izbora mjerodavnog prava iz perspektive kontinentalnoeuropskog i anglosaksonskog pravnog kruga v. i Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 294. – 295.

[2456] Za njemačko pravo v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 65; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 113; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 105., 160. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 373. c*ontra* Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 474., koja smatra da mogućnost izbora mjerodavnog prava nije protivna interesima zaštite pravnog prometa.

preza američko ni švicarsko pravo.[2457] Mogućnost izbora mjerodavnog prava za stvarnopravne aspekte raspolaganja zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima američka pravna književnost zdušno zagovara i promiče. Subjektivnost se tamo smatra ne samo poželjnom zbog veće fleksibilnosti, već i nužnom zbog nemogućnosti objektivnog lociranja imovine koja je predmet držanja odnosno raspolaganja. Osim što pospješuje pravnu sigurnost i predvidivost, mogućnost izbora mjerodavnog prava prate niži transakcijski troškovi.[2458] Snaga američkog autoriteta na globalnoj pravnoj sceni priskrbila je subjektivnoj poveznici mjesto i u glavnoj kolizijskoj normi Haške konvencije.[2459]

9.1.1 Pristup proboja

Pristup proboja (engl. *look-through approach*) mjerodavno pravo veže uz *situs cartae sitae*.[2460] Kolizijska norma koja se oslanja na takav pristup upućuje na pravo države u kojoj se nalaze vrijednosni papiri (*lex cartae sitae*).[2461] Osim nazivom, iz kojeg se može zaključiti da je – unatoč intermedijaciji – težište i dalje na vrijednosnim papirima, pristup proboja ne razlikuje se od pristupa mjesta gdje leži stvar, koji se tradicionalno primjenjuje za utvrđivanje stvarnog statuta kod pokretnina (uključujući vrijednosne papire koji uživaju takav status).[2462] Oba pristupa ključnom smatraju lokaciju vrijednosnih papira. Kod neposredno držanih vrijednosnih papira o kojima su izdane isprave koje utjelovljuju prava to je logično, jer raspolaganje

[2457] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 149. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 380., 386. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 958. *et seq*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 375. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 426. – 427. Dopustivši izbor mjerodavnog prava za stjecanje i gubitak stvarnog prava na pokretninama švicarski zakonodavac nije protegnulo učinak izabranog prava na treće osobe (čl. 104. i čl. 105. st. 1. sIPRG).

[2458] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 380. – 381. Niži troškovi posljedica su izbora prava koje u najvećoj mogućoj mjeri odgovara potrebama ugovornih strana. Bitno veće troškove uzrokuje nametanje materijalnog prava, koje stranama nije poznato ili koje je nejasno, nepotpuno ili zastarjelo. Podrazumijeva se da pravna sigurnost i predvidivost pretpostavljaju poznavanje izbora.

[2459] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 160. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 139., 539. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 101. O naglašenoj sličnosti kolizijskih normi iz čl. 4. st. 1. Haške konvencije i § 8-110(e)(1) i (2) UCC v. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M.; Smith Edwin E., *op.cit*. (bilj. 2417), str. 3. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1233.

[2460] O pristupu proboja v. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 208. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.16; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int - 37; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 133. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.66; Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 19. – 20. Taj pristup *Kunda* (Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 316., Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 312.) naziva „pristup prema kojem se upućuje pogled kroz slojeve posrednika kako bi se došlo do razine izdavatelja, upisnika ili konkretnog vrijednosnog papira".

[2461] Eisner, Bertold, Međunarodno privatno pravo, II svezak, Zagreb, 1956, str. 198. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 36. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 6. Za upućivanje na *legem cartae sitae* u njemačkom pravu v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 113, 117; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 6., 50. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 261. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 399. O tome u austrijskom pravu v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/154. O tome u engleskom pravu v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.52.

[2462] Dugovječnost i rasprostranjenost pristupa mjesta gdje leži stvar dovela je do toga da ga se u različitim pravnim poretcima različito tumači i primjenjuje. Alternativni, dotad nepostojeći naziv za suštinski isti pristup odraz je nastojanja za prevladavanjem tih razlika. Novi naziv stvoren je za potrebe Haške konvencije. O tome v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 133.

vrijednosnim papirima zahtijeva predaju isprava, i praktično, jer je lokacija takvih isprava u pravilu poznata ili lako utvrdiva ne samo sudionicima raspolaganja već i trećim osobama.[2463]

Problemi s pristupom koji se oslanja na lokaciju vrijednosnih papira naziru se već kod promjene njihovog pojavnog oblika.[2464] Nematerijalizirani vrijednosni papiri nisu (tjelesne) stvari da bi zauzimali mjesto u prostoru. Locirati ih se uz pomoć pravne fikcije može prema sjedištu izdavatelja ili mjestu gdje se nalazi registar u koji su upisani.[2465] Kao ni nematerijalizirani vrijednosni papiri, ni vrijednosni papiri o kojima su izdane isprave koje ne utjelovljuju prava nisu (tjelesne) stvari, ali ih – za razliku od nematerijaliziranih vrijednosnih papira – one striktno prate u pravnom prometu. Predaja takvih isprava potrebna je ali nije dovoljna za raspolaganje vrijednosnim papirima o kojima su izdane. Lokacija takvih vrijednosnih papira može se – kao i lokacija nematerijaliziranih vrijednosnih papira - odrediti prema sjedištu izdavatelja ili mjestu gdje se nalazi registar u koji su upisani.[2466] Više različitih mogućnosti u nekim pravnim poretcima stvara nedoumice oko toga koju od njih u konkretnom slučaju primijeniti.[2467] Lociranje nematerijaliziranih vrijednosnih papira bespotrebno je i nesvrsishodno u pravnim poretcima (*e.g.* švicarskom) koji ih smatraju pravima odnosno tražbinama prema izdavatelju, jer nije mjerodavan stvarni već osobni (ako je riječ o vlasničkim vrijednosnim papirima) ili ugovorni (ako je riječ o dužničkim vrijednosnim papirima) statut.[2468]

Problemi s pristupom koji se oslanja na lokaciju vrijednosnih papira do punog izražaja dolaze kod promjene načina njihovog držanja.[2469] Lokacija posredno držanih vrijednosnih

---

[2463] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 2; O pristupu mjesta gdje leži stvar kod neposredno držanih vrijednosnih papira v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 36; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 208. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.06; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 55. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 364. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.1. Kao opravdanje za primjenu tog pristupa kod neposredno držanih vrijednosnih papira *Ege* spominje prisilnu ostvarivost prava te zaštitu pravnog prometa i trećih osoba. Uz zaštitu pravnog pometa, *Segna* – kao opravdanje za primjenu tog pristupa - spominje i očekivanje njegovih sudionika.

[2464] Goode *et al.*, *op.cit.* (bilj. 5), Rd. 4-3; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 5; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.18; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 312. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 275. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 364. Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 11.

[2465] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 36. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 5; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 50., 54. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 261., 276. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 136. O fingiranju lokacije netjelesnih stvari u engleskom pravu v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.27, 7.31.

[2466] Goode *et al.*, *op.cit.* (bilj. 5), Rd. 4-3; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 6., 8. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 20. Za englesko pravo v. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.32; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.52, 9.66; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 488., 550. Za američko pravo v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 2., 16. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1218.

[2467] Goode *et al.*, *op.cit.* (bilj. 5), Rd. Int – 38, 4-3; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 208. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 277. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 137.

[2468] O tome u švicarskom pravu v. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 958. – 959. Različit oblik vrijednosnih papira rezultira primjenom različitih kolizijskih normi i potencijalno mjerodavnošću različitih materijalnih prava.

[2469] Goode *et al.*, *op.cit.* (bilj. 5), Rd. Int – 37; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 208., 220. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.44; Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1459.

papira ne može biti ključna za kolizijskopravni pristup. To ne bi bilo ni logično, jer raspolaganje – bilo da je riječ o neposrednom pravu na vrijednosnim papirima ili posrednom pravu *sui generis* glede takvih vrijednosnih papira - ne zahtijeva prijenos neposrednog posjeda isprava koje su o njima izdane odnosno upis u izdavateljev registar ako isprave nisu izdane ili ne utjelovljuju prava, ni praktično, jer ni sudionicima raspolaganja a kamoli trećim osobama lokacija takvih vrijednosnih papira (*i.e.* mjesto gdje se nalaze isprave odnosno registar) u pravilu nije poznata ni (lako) utvrdiva. Ako lokacija ne igra ulogu kod raspolaganja (neovisno o materijalnopravnoj prosudbi njegovog predmeta), ne može biti relevantna ni za određivanje mjerodavnog prava.[2470] Pristup koji bi pridavao važnost lokaciji odražavao bi zastarjelu predodžbu o načinu držanja i raspolaganja vrijednosnim papirima.[2471] Ako je pak lokacija nepoznata i neutvrdiva, ne omogućuje određivanje mjerodavnog prava. Polaganjem na pohranu vrijednosni papiri nestaju iz vidokruga. Netransparentnost većine skrbničkih lanaca sklanja *situs carta sitae* daleko od očiju zainteresiranih sudionika pravnog prometa.[2472] Osim nelogičnosti i nepraktičnosti, oslanjanje na lokaciju posredno držanih vrijednosnih papira ne bi bilo ni svrsishodno. Onemogućilo bi, naime, raspolaganje portfeljem dislociranih vrijednosnih papira primjenom jednog mjerodavnog prava primoravši ulagatelje da raspolažu njegovim sastavnim dijelovima uz primjenu prava koje je mjerodavno za svaki od njih.[2473] Nužnost

---

Rogers, James S., Property and Contract, *op.cit*. (bilj. 2128), str. 3. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 220. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.06; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 369. – 370., 385. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 7., 9., 21. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 30. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 311. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 301; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 267. *et seq*., 369. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 481. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 403. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 135. *et seq*. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1221. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 112.

[2470] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 6; Irelevantno je gdje se nalaze isprave ako se raspolaganje vrijednosnim papirima ne provodi prijenosom neposrednog posjeda. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 456., 465., 521., 542.

[2471] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 5; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 2, 72; Thévenoz, Luc, *op.cit.* (bilj. 12), str. 36. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 55. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 273.

[2472] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 2. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 208. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Conflict of Laws – Prel. Remarks Rd. 1; Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 220., 221. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 7; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 55. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 8. – 9. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 20., 68. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 311. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 272. – 273., 410. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 136., 364. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1221. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 17. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.9. *Cf.* Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 39, koji konceptualne i praktične probleme koje može stvoriti pristup mjesta gdje se nalazi stvar dovode u vezu sa zbirnom pohranom, koja onemogućuje da se prava pojedinog ulagatelja utvrde uvidom u registar izdavatelja ili evidencije nekog drugog intermedijera u skrbničkom lancu, i multilateralnim obračunom, koji otežava povezivanje pripisa na račun ulagatelja s pripisom na račun njegovog intermedijera. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.44

[2473] Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 210. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.16; Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 27. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.44; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 38, Int – 42, 4-3; Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 5. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj.

višekratnog raspolaganja, svako od kojih je podvrgnuto različitom mjerodavnom pravu, negativno utječe na vrijednost takvog portfelja kao predmeta ulaganja ili instrumenta osiguranja.[2474]

9.1.2 PRIMA i Super-PRIMA

Pristup mjesta relevantnog intermedijera (engl. *Place of the Relevant Intermediary Approach*, skraćeno „PRIMA“) mjerodavno pravo veže uz *situs conto sitae*.[2475] Kolizijska norma koja se oslanja na takav pristup upućuje na pravo države u kojoj se nalazi intermedijerova poslovnica koja vodi račun vrijednosnih papira (*lex conto sitae*).[2476] Poput pristupa proboja, pristup mjesta relevantnog intermedijera ključnom smatra lokaciju.[2477] To, doduše, nije - kao kod pristupa proboja – lokacija vrijednosnih papira, već računa na koji je upisano pravo glede tih vrijednosnih papira, koje je predmet raspolaganja.[2478] S vrijednosnih papira težište seli na intermedijera i njegov odnos s klijentom.[2479] Oslanjanje na lokaciju računa vrijednosnih papira je logično, jer je to jedino mjesto na kojem se raspolaganje provodi odnosno evidentira i svrsishodno, jer omogućuje nesmetano raspolaganje portfeljem dislociranih vrijednosnih papira

2), § 5 Rd. 118; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 9; Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/156; Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 5. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.06; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 58., 61. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 9. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 20., 68. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 311. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M.; Smith Edwin E., *op.cit*. (bilj. 2417), str. 3. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 273., 410. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 138., 364. – 365. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1221. – 1222. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 16. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.10. – 2.12. Donald, David C., Nachteile, *op.cit*. (bilj. 10), str. 176. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 18-059; Rogers, James S., The Revision, *op.cit*. (bilj. 46), str. 58.

[2474] Osim povećanih troškova i nepraktičnosti, *Guynn* spominje mogućnost da mjerodavna materijalna prava propisuju formalnosti koje se međusobno isključuju ili preklapaju. Sve to negativno utječe na vrijednost portfelja v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 28.

[2475] Za taj pristup u pravnoj književnosti mogu se susresti različiti nazivi, počevši od *Rogersovih* „pristupa računa“ (engl. *the „account approach“*), u izvornoj varijanti kad je poveznica mjesto gdje se nalazi račun, odnosno „pristupa podružnice / poslovnice“ (engl. *the „branch / office approach“*), u dorađenoj varijanti koja je rezultat spoznaje da račun „kao apstraktni pravni odnos dvije osobe…nema lokaciju“, kad je poveznica mjesto gdje se nalazi podružnica ili poslovnica intermedijera koja stvarno obavlja poslove vođenja računa, preko *Benjaminog* „pristupa utemeljenog na računu“ (engl. *account-based approach*), do *Potokovog* „tipa I PRIMA-e“, *Paechove* „faktičke PRIMA-e“ (engl. *factual PRIMA*) i *Haentjensovog* „pristupa mjesta relevantnog računa (engl. the „*place of the relevant account approach*“ (*PRACA*)). O tome v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 25. – 29. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 211. - 212. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 36. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 21. O razlici između PRIMA-e i PRACA-e v. Čulinović-Herc/Zubović/Derenčinović Ruk, *op.cit*. (bilj. 30), str. 31.

[2476] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int - 41; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 10., 16.

[2477] O PRIMA-i ne kao o posve novom, drugačijem pristupu, već kao o modifikaciji tradicionalnog pravila koje upućuje na *legem rei sitae* v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 40. Za kritiku protezanja primjene takvog pravila na uknjižbe v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 592.

[2478] Kao ni pristup proboja, ni pristup mjesta relevantnog intermedijera ne pridaje važnost lokaciji intermedijera na višoj razini ili izdavatelja vrijednosnih papira.

[2479] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 18., 20. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 210. - 211. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 230. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 37. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 276., 279. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.14. Po mišljenju *Rogersa*, jedini provediv kolizijskopravni pristup onaj je koji isključivo relevantnim smatra čimbenike vezane uz odnos intermedijera i njegovog klijenta.

primjenom jednog mjerodavnog prava. Neovisno gdje se nalaze vrijednosni papiri od kojih se sastoji portfelj, za primjenu istih materijalnopravnih normi dovoljno je da su prava glede tih vrijednosnih papira, kojima se raspolaže, upisana na isti račun.[2480] Logičnost i svrsishodnost učinile su pristup mjesta relevantnog intermedijera naoko poželjnom alternativom pristupu proboja.[2481] Podrobnija analiza razotkrila je, međutim, njegov značajni nedostatak. Ne bi bilo praktično da lokacija računa vrijednosnih papira bude ključna za kolizijskopravni pristup jer ni ona - kao ni lokacija posredno držanih vrijednosnih papira - nije nužno poznata ni lako utvrdiva. Štoviše, za dio doktrine ona uopće ne postoji, bilo zato što ne postoji jedno takvo mjesto iz kojeg bi se vodio račun vrijednosnih papira ili zato što - zbog pojavnog oblika računa - takvo mjesto ne može postojati. Evidencije intermedijeri mahom vode u elektroničkom obliku omogućujući pritom svojim klijentima da im – uz pomoć suvremenih telekomunikacijskih dostignuća – pristupe s udaljenosti.[2482] Poslovi od kojih se sastoji vođenje računa vrijednosnih papira redovito se obavljaju iz više različitih mjesta i ta se mjesta redovito mijenjaju.[2483] Osim toga, račun vrijednosnih papira nije tjelesna stvar niti je neraskidivo vezan uz takvu stvar da bi zauzimao mjesto u prostoru.[2484] Onaj dio doktrine koji ne spori prostornu odredivost računa

[2480] Mogućnost držanja i raspolaganja takvim portfeljem po jednom pravu doktrina (Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 42; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 210.) smatra glavnom prednošću pristupa mjesta relevantnog intermedijera. O tome v. i Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/156; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 279. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 214. – 215. LC, FUA, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.16; Benjamin, Joanna, Stewardship, *op.cit*. (bilj. 5), str. 6.

[2481] ISDA taj pristup smatra najsmislenijim za određivanje mjerodavnog prava za stvarna prava glede posredno držanih vrijednosnih papira, v. ISDA, Dopis prvom tajniku Stalnog ureda Haške konferencije o međunarodnom privatnom pravu na temu "Proposed Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities", od 2. listopada 2001., str. 2. Kolizijskom normom iz čl. 17a dDepotG, koja počiva na pristupu mjesta relevantnog intermedijera, njemački zakonodavac namjeravao je izbjeći pravnu nesigurnost koju izaziva primjena kolizijske norme utemeljene na pristupu mjesta gdje leži stvar. O tome v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 45. *Alexander* spominje svojedobni konsenzus dijela doktrine o tome da za stvarnopravne učinke raspolaganja zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima mjerodavno treba biti pravo mjesta gdje se vodi račun, v. Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 9.

[2482] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 224., 241. Elektroničko vođenje evidencija razlog je zbog kojeg prostorno određivanje računa nije provedivo, relevantno ni sigurno. *Cf.* Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 220. Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 11.

[2483] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-4, 4-24; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 424. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 3; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 233., 297. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.11. - 3.12. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 213. Dislociranost tih poslova i promjenjivost lokacija iz kojih se obavljaju navele su *Potoka* na zaključak da ne postoji jedno takvo mjesto.

[2484] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 26. Wibier, Reinout M., Financial Collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive, Journal of International Banking Law and Regulation, Vol. 24, 2009, str. 49. To je razlog zbog kojeg *Rogers* „pristup računa" smatra fundamentalno pogrešnim. O tome v. i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 152. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 21., 69. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 520. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 231., 233., 367. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.8., 2.18., 3.11., 3.28. Za oprečno shvaćanje po pitanju lociranja netjelesnih stvari v. Khimji, Mohamed F., The Role, *op.cit*. (bilj.8), str. 100. – 101. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 159. Po njegovom mišljenju, netjelesnost ne isključuje mogućnost prostornog pozicioniranja, a teškoće povezane s utvrđivanjem lokacije prikazuju se većima nego što jesu.

nije unison oko načina na koji lociranje treba provesti u praksi.[2485] Nije zaživjela ideja da se u tu svrhu koristi oznaka koju račun ima u porezne ili računovodstvene svrhe ili u svrhu regulatornog izvještavanja.[2486] Upitna egzistentnost i neupitne teškoće povezane s utvrđivanjem lokacije računa vrijednosnih papira diskreditirale su pristup mjesta relevantnog intermedijera do te mjere da se u pravnoj književnosti raspravlja može li se kolizijskim normama koje na njemu počivaju postići dovoljan stupanj pravne sigurnosti.[2487] Unatoč kritikama, pristup mjesta relevantnog intermedijera, koji se u belgijskom pravu pojavio još šezdesetih godina prošlog stoljeća, i dalje egzistira u europskom pravu.[2488]

Super pristup mjesta relevantnog intermedijera“ (Super-PRIMA) varijacija je pristupa mjesta relevantnog intermedijera, koja je nastala s ciljem izbjegavanja pravnog pluralizma u skrbničkom lancu. Kao i pristup mjesta relevantnog intermedijera, super pristup mjesta relevantnog intermedijera mjerodavno pravo veže uz *situs conto sitae*, a kolizijska norma koja se oslanja na takav pristup upućuje na pravo države u kojoj se nalazi poslovnica intermedijera koja vodi račun vrijednosnih papira (*lex conto sitae*). Ta veza kod super pristupa mjesta

[2485] O izostanku općeprihvaćenog kriterija za lociranje računa vrijednosnih papira ili poslovnice intermedijera koja ga vodi v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 43, 4-3. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 7. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 3., 28. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 213. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 224. Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 4. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 77; ISDA, odgovor na upitnik privatnom sektoru vezano uz implementaciju u državama članicama EU Direktive Europskog parlamenta i vijeća 2002/47/EZ od 6. lipnja 2002. o financijskom osiguranju, od 3. travnja 2006., str. 4.; COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, REPORT FROM THE COMMISSION TO THE COUNCIL AND THE EUROPEAN PARLIAMENT, Evaluation report on the Financial Collateral Arrangements Directive (2002747/EC), COM(2006)833 final, Brussels, 2006, str. 11. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 101. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 375., 424. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 341. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 528. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 231. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.16., 3.8.

[2486] Čak ni intermedijerova objava mjesta iz kojeg vodi račun (*e.g.* jer je to obvezan učiniti iz poreznih ili računovodstvenih razloga ili u okviru regulatornog izvještavanja) ne olakšava utvrđivanje mjerodavnog prava jer to nije nužno *situs* koji se traži za potrebe međunarodnog privatnog prava. U prvom redu, određuje ga intermedijer pa manjka objektivnost koja bi spriječila samovolju. Osim toga, neujednačenost poreznih, računovodstvenih i regulatornih zahtjeva ne jamči dosljednost ni pouzdanost na međunarodnoj razini. Naposljetku, ne može se isključiti da ono što je prikladno za javnopravnu svrhu (*i.e.* pitanja javnog prava) nije ujedno prikladno za privatnopravnu svrhu (*i.e.* pitanja privatnog prava). O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 43; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 8. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 151. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 957. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 357., 380. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 232. – 233., 238. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.19., 3.10.

[2487] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 45, 4-3, 4-25; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 7; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 8. Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 3. Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.17; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.10; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 150. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 241. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 304. – 305., 380., 385. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 227. – 229.

[2488] Za belgijsko pravo v. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 210. - 211. Tison, Michel; van den Steen, Lientje, *op.cit*. (bilj. 116), str. 235. – 236. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 21. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 90. – 91. Za europsko pravo v. Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 3. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 221. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 65., 82.

relevantnog intermedijera nije – kao kod pristupa mjesta relevantnog intermedijera – s mjestom svakog računa, koji je uključen u držanje vrijednosnih papira ili raspolaganje vrijednosnim papirima. Za razliku od pristupa mjesta relevantnog intermedijera, super pristup mjesta relevantnog intermedijera ne ide za tim da se mjerodavno pravo utvrdi za svaki takav račun (odnosno za svaki odnos imatelja računa i relevantnog intermedijera), već za držanje vrijednosnih papira i/ili raspolaganje vrijednosnim papirima u cjelini, neovisno o broju uključenih računa i intermedijera koji ih vode.[2489] Vezivanje uz mjesto jednog (od više uključenih) računa vrijednosnih papira (*e.g.* onog koji pripada (krajnjem) stjecatelju) problematično je kod netransparentnih skrbničkih lanaca jer ga imatelji ostalih (uključenih) računa i drugi sudionici transakcija na tim karikama takvog lanca ne mogu sa sigurnošću utvrditi.[2490] Čak i kad bi bilo moguće, utvrđivanje mjesta gdje se nalazi račun vrijednosnih papira krajnjeg stjecatelja ne bi bilo pravovremeno, a samim time ni svrsishodno, jer se pripisom na taj račun okončava provedba raspolaganja pa bi za mjerodavno pravo imatelji ostalih računa koji su uključeni u transakciju (uključujući osobu koja je inicirala raspolaganje) mogli saznati tek *post festum*.[2491] Ako im identitet stjecatelja i mjesto gdje mu se nalazi račun ne bi bili poznati (što je u gotovo svim slučajevima tako), oni u trenutku pripisa na njihov račun odnosno terećenja njihovog računa ne bi znali niti bi mogli saznati (jer bi utvrđivanje mjesta gdje se nalazi račun krajnjeg stjecatelja, na koji u tom trenutku još nije proveden pripis, bilo preuranjeno) koje je pravo mjerodavno za raspolaganje. Po mišljenju *Egea*, super pristup mjesta relevantnog intermedijera naročito je atraktivan za, *Thévenozovim* riječima, pravne poretke „direktnog vlasništva" jer omogućuje sklad materijalnog prava, koje transakciju s vrijednosnim papirima poima kao jedno raspolaganje, i međunarodnog privatnog prava, koje takvo raspolaganje podvrgava jednom mjerodavnom pravu.[2492]

Kao i PRIMA, i Super-PRIMA mjerodavno pravo veže uz lokaciju relevantnog računa vrijednosnih papira. O kojem je od nekolicine u transakciju uključenih računa riječ nije uvijek

[2489] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 180. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 401. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 531. Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 12.

[2490] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 128 - 129; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 180. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 415. Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau: Transfers involving several intermediaries: An Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the Preliminary Draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary ("April 2002 preliminary draft" reproduced in Preliminary Document No 10), Prel. Doc. No 12, str. 6. – 7. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 70. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 336. *et seq*., 447. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 387., 388., 531. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 309.

[2491] Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 310. U tom smislu, vezanje uz račun osobe koja inicira raspolaganje ne bi bilo problematično kad bi se moglo utvrditi mjesto gdje se taj račun nalazi.

[2492] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 183. O tome v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 414. – 415. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 401., 447. Po mišljenju *Wusta*, nužno je da sve uknjižbe koje su obuhvaćene jednim te istim raspolaganjem podliježu jednom te istom mjerodavnom pravu.

jasno i nedvojbeno.[2493] Relevantan može biti račun onoga koji raspolaže, na kojem su prava koja su predmet raspolaganja evidentirana do provedbe terećenja, i račun onoga u čiju korist se raspolaže, na kojem su ta prava evidentirana nakon provedbe pripisa.[2494] Relevantnost računa može ovisiti o načinu raspolaganja tako da stjecateljev račun bude relevantan samo kod stjecanja pripisom, a račun onoga koji raspolaže kod stjecanja *e.g.* kontrolnim ugovorom.[2495] Relevantnost računa može ovisiti i o neposrednim sudionicima raspolaganja tako da račun onoga koji raspolaže bude relevantan samo onda kad je stjecatelj njegov intermedijer koji vodi taj račun (čl. 4. st. 3. Haške konvencije).[2496] O prednostima i nedostacima oslanjanja na svaki od tih računa u pravnoj književnosti intenzivno se raspravlja.[2497] Račun kod intermedijera na višoj kariki, uključujući središnji depozitorij, ne može biti relevantan jer neposrednim sudionicima raspolaganja (*i.e.* klijentima intermedijera na najnižoj kariki) ne omogućuje (brzo i jednostavno) utvrđivanje mjerodavnog prava.[2498]

Relevantnost stjecateljevog računa problematična je u slučaju višekratnog raspolaganja koje rezultira pripisima na različito smještene račune. Ako mjerodavno pravo za pojedini račun prednost daje pravu stečenom pripisom na taj račun nauštrb prava stečenog pripisom na drugi račun redoslijed prvenstva konkurirajućih prava ne može se odrediti jer ovisi o tome koje pravo se uzme za mjerodavno.[2499] Taj problem ne nastaje uzme li se kao relevantan račun onoga koji raspolaže.[2500]

[2493] Za rasprave o tome u kontekstu Haške konvencije v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 143., 173., 176. – 177., 184. *et seq.* Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 305. *et seq*. Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 515. Nedoumicu oko toga koji račun je relevantan u kontekstu Haške konvencije naziva se „problem sa stranice 37" (engl. *page 37-problem*). O tome u kontekstu čl. 17a dDepotG v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 121. – 123. O tome u kontekstu DKN v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 207. O tome u kontekstu europskog prava v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 304. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 229. – 230.

[2494] Za relevantnost stjecateljevog računa v. čl. 2. st. 1. t. (h) DFO. O tome pobliže v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 92., 99., 207. Za relevantnost računa onoga koji raspolaže v. čl. 31. DRLKI i čl. 25. t.(c) DRLDO odnosno čl. 291. t.(c) SIID. O tome pobliže v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 87., 207.

[2495] Za takvo shvaćanje u američkom pravu v. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 61. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 224. Za takvo shvaćanje u europskom pravu v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 304. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 373., 377.

[2496] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 174. – 175. Pravo mjerodavno za račun onoga koji raspolaže u tim slučaju smatra se pravom najuže veze.

[2497] O razlozima u korist relevantnosti računa onoga koji raspolaže v. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 237., 242. – 243; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 186. O nedostacima oslanjanja na račun onoga u čiju korist se raspolaže u kontekstu DFO, dDepotG i Haške konvencije v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 102., 129., 182., 185. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 240.

[2498] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 122.

[2499] O tome u kontekstu DFO v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 102. O tome u kontekstu Haške konvencije, koja izrijekom ne nudi odgovor na to pitanje, v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 182., 185. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 66., 70., 75. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 252., 313. – 314. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 103. – 104.

[2500] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 186. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 72.

Relevantnost stjecateljevog računa problematična je i u slučaju višekratnog raspolaganja provedenog na različite načine (*i.e.* kontrolnim ugovorom i pripisom).[2501] Pravnu sudbinu stjecatelja koji je pravo ranije stekao kontrolnim ugovorom kasnije stjecanje pripisom može učiniti ovisnom o materijalnom pravu koje on nije mogao predvidjeti i koje mu nije poznato. O pravu mjerodavnom za račun kasnijeg stjecatelja u tom slučaju ovisi opstojnost njegovog prava, odgovornost kasnijeg stjecatelja i ispravnost provedenog pripisa.[2502]

Relevantnost kako stjecateljevog računa tako i računa onoga koji raspolaže problematična je kod transakcija sklopljenih na uređenom tržištu.[2503] Budući da stjecatelju nije poznat identitet onoga koji raspolaže i *vice versa*, nijedan od njih ne može znati ni pravo koje je mjerodavno za račun onog drugog.[2504]

Relevantnost računa onoga koji raspolaže problematična je i u slučaju raspolaganja imovinom koja nije na istom računu.[2505] Različito mjerodavno pravo za pojedine račune onemogućavalo bi raspolaganje svom tom imovinom *uno actu*.

9.1.3 Pristup stranačke autonomije

Pristup stranačke autonomije (engl. *the party autonomy approach*) mjerodavno pravo ostavlja na volju ugovornim stranama.[2506] Kolizijska norma koja se oslanja na takav pristup upućuje na pravo države koje su izabrale strane ugovora o računu (*lex autonomiae*). Za razliku od pristupa proboja i pristupa mjesta relevantnog intermedijera, lokaciji - kako vrijednosnih papira tako i računa na kojem je upisano pravo glede tih vrijednosnih papira - pristup stranačke autonomije ne pridaje nikakvu važnost. Poput pristupa mjesta relevantnog intermedijera, pristup stranačke autonomije usredotočuje se na odnos intermedijera i njegovog klijenta (*i.e.* imatelja računa), zanemarujući pritom pozadinu tog odnosa (*i.e.* intermedijere na višim

[2501] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 239. – 240., 242. Po njezinom mišljenju, taj problem ne bi postojao ako bi se odnos dva konkurirajuća prava prosuđivao po pravu koje je mjerodavno za (terećeni) račun osobe koja je raspolagala posredovanim vrijednosnim papirima.
[2502] v. čl. 18. Ženevske konvencije
[2503] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 189. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 387. Za problematičnost relevantnosti računa onoga koji raspolaže v. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 243. Za problematičnost relevantnosti stjecateljevog računa v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 123., 129. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 336. – 337. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 407. Proglašenje stjecateljevog računa relevantnim *Ege* naziva „manjim od dva zla".
[2504] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 161.
[2505] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 418. Za takav stav njemačkog zakonodavca v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 122.
[2506] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 77; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 14, 4-5. Za taj pristup u literaturi se još mogu susresti nazivi „pristup ugovora" (engl. *agreement approach*) (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 29.), „pristup ugovora o računu", skraćeno „AAA-pristup" (engl. *account agreement approach*, *AAA-Prinzip*) (Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 159. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 402. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 370. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 138., 529.) i „sporazumni pristup" (engl. *consensual approach*) (Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 291., 367.)

karikama skrbničkog lanca, vrijednosne papire i izdavatelja).[2507] Ključna je suglasna volja intermedijera, u ulozi voditelja računa, i njegovog klijenta, u ulozi imatelja računa. Oslanjanje na suglasnu volju strana ugovora o računu je praktično jer izbjegava teškoće povezane s utvrđivanjem lokacije i, kad je riječ o računu, dogmatsko propitkivanje njezinog postojanja.[2508] Praktičnost donekle relativizira smještaj pogodbe o izboru mjerodavnog prava u ugovor o računu, koji nije javno dostupan.[2509] Koje je pravo mjerodavno treća zainteresirana strana (*e.g.* založni vjerovnik, ovrhovoditelj) ne može saznati ako joj ga intermedijer ili imatelj računa ne priopći ili ne omogući uvid u taj ugovor. Javna nedostupnost ugovora o računu ne isključuje mogućnost utvrđivanja mjerodavnog prava ali je ograničava čineći je ovisnom o volji ugovornih strana. Takvo ograničenje nije izazvalo negativne reakcije u pravnoj književnosti.[2510] Unatoč praktičnosti, pristup stranačke autonomije nije objeručke prihvaćen. Zasjenili su je

[2507] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 46, 4-5 - 4-6; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 2; Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 3. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 9. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 552. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 37. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 38. Rogers, James S., Property and Contract, *op.cit*. (bilj. 2128), str. 1. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.13. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 212., 220. Zbog usredotočenosti na odnos intermedijera i njegovog klijenta, pristup stranačke autonomije - kakav je zaživio u američkom pravu - *Potok* smatra pristupom mjesta relevantnog intermedijera, nazivajući ga „tip II PRIMA". Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 223., 228. Slično u odnosu na pristup ograničene stranačke autonomije, na kojem počiva glavna kolizijska norma iz Haške konvencije, Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.72. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 37. *Paech* taj pristup naziva „ugovornom PRIMA-om" (engl. *contractual PRIMA*). Za kompatibilnost Haške konvencije s PRIMA-om v. i Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 38. O glavnoj konvencijskoj kolizijskoj normi kao rezultatu dodatnog razvoja izvorne PRIMA-e v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 370. O razlikama među pristupima koje se označava s PRIMA v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 59. Keijser, Thomas, Mooney Jr., Charles W., *op.cit*. (bilj. 10), str. 15. – 16.

[2508] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-6; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 220. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.23; Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 23., 30., 32. Thévenoz, Luc, *op.cit*. (bilj. 12), str. 16. *Thévenoz* to smatra glavnom prednošću pristupa stranačke autonomije. *Cf.* Wibier, Reinout M., *op.cit*. (bilj. 2484), str. 49. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 70. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 314. Iz tih razloga *Haentjens* zagovara davanje prednosti pristupu stranačke autonomije u odnosu na PRIMA-u. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 380.

[2509] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 225. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.80; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 162. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-10. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 32. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 71. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 252. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 381. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 104. ECB, *op.cit*. (bilj. 203), Rd. 14; Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 516. Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 14. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 325. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 331.

[2510] Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 4. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 225. – 226. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-5; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.81 – 10.82; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-47; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 162. – 163., 213. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 957. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 382. - 383. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 324. – 325., 368. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *op.cit*. (bilj. 204), str. 11. – 12. Pristup stranačke autonomije omogućuje dostupnost relevantnih podataka onima koji na njih imaju pravo. Nedvojbeno je da će budući nositelj dobrovoljnog založnog prava lako doći u posjed ugovora o računu i do podatka o mjerodavnom pravu. Opravdanje za stavljanje ovrhovoditelja (*i.e.* vjerovnika u potrazi za imovinom prikladnom za pljenidbu) u nepovoljniji položaj pronalazi se u većoj potrebi za privilegiranjem primatelja osiguranja i zaštitom sustava za namiru vrijednosnih papira. Ne bi bilo osnovano štititi potencijalne nositelje prisilnog založnog prava nauštrb efikasnosti i stabilnosti financijskog sustava. Pristup mjesta relevantnog intermedijera ne omogućuje bitno veću dostupnost relevantnih podataka. Lociranje računa vrijednosnih papira također zahtijeva suradnju intermedijera ili imatelja računa.

neobjektivnost te posljedična nepredvidivost i pravna nesigurnost, do kojih – po mišljenju dijela doktrine – može dovesti oslanjanje na volju ugovornih strana.[2511] Takvo mišljenje dominira u kontinentalnoeuropskom pravnom krugu, u kojem na stvarni statut tradicionalno upućuje poveznica objektivnog karaktera.[2512] Tako se, pod utjecajem tradicije, pristupu stranačke autonomije prigovara kolizija s javnim poretkom jer ugovornim stranama omogućuje da svojom dispozicijom (*i.e.* izborom mjerodavnog prava za pravo koje djeluje *erga omnes*) iskorače izvan granica svog obveznopravnog odnosa i naruše pravni položaj trećih osoba. Osnovanost prigovara je prijeporna ima li se u vidu činjenica da mjerodavno pravo ne biraju sudionici raspolaganja (*e.g.* davatelj osiguranja i primatelj osiguranja) na štetu vjerovnika jednog od njih.[2513] Pristup stranačke autonomije problematizira se i zbog rizika zlouporabe, koju omogućuje.[2514] Poput svakog prava, i ono na izbor podložno je zlouporabi. Izborom prava koje nije povezano s njegovom stvarnom lokacijom intermedijer bi mogao spriječiti ili otežati provedbu ovrhe protiv svojih klijenata.[2515] Scenarij u kojem strogo regulirani i pomno nadzirani subjekti biraju mjerodavno pravo s ciljem nanošenja štete trećima nije skroz nezamisliv, ali je – realno gledano - vrlo neizgledan.[2516] Kritika pristupu stranačke autonomije upućuje se i zbog negativnog utjecaja na primjenu prisilnih propisa i provedbu nadzora nad njihovom primjenom. Tezu da izbor mjerodavnog prava omogućuje zaobilaženje propisa i/ili otežava nadzor dio doktrine (*Bernasconi* i *Sigman*) osporava ukazujući na mogućnost nadležnog tijela i/ili upravitelja sustava za poravnanje i namiru da izbor mjerodavnog prava u cijelosti zabrani ili da ga ograniči - bilo tako da zabrani izbor određenog prava ili tako da dopusti izbor samo između

[2511] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 224. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 102. Gotovo neograničena mogućnost izbora mjerodavnog prava u podlozi je naglašenih kritika usmjerenih prama glavnoj konvencijskoj kolizijskoj normi, v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 78; *contra* Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 212., koji očekuje da će se europsko pravo prilagoditi rješenju sadržanom u Haškoj konvenciji.

[2512] Devos, Diego, Legal Protection of Payment and Securities Settlement Systems and of Collateral Transactions in European Union Legislation, International Monetary Fund, 2006, str. 53. *Potok* navodi da je riječ o novini koja nekima nije bila prihvatljiva, v. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 214. O tome kao daleko najvažnijoj inovaciji Haške konvencije koju su mnogi okarakterizirali kao revoluciju na području međunarodnog privatnog prava v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 529. Da u mnogim pravima nastojanja za zaštitom prometa, transparentnošću i publicitetom tradicionalno ne dopuštaju izbor mjerodavnog stvarnog prava potvrđuje i *Dittrich*, v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 78. O tome v. i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 149., 160. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 958. Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-46. Khimji, Mohamed F., The Role, *op.cit*. (bilj. 8), str. 100. – 101. Khimji, Mohamed F., STA, *op.cit.* (bilj. 12), str. 158. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 381. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 472.

[2513] Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 5. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 226. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 4., 30. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 318. – 319. Osim toga, usklađenost s javnim poretkom posljedica je – po mišljenju *Bernasconija* i *Sigmana* – naglašenog javnog interesa za gospodarskim napretkom i razvojem financijskih tržišta te za pravnom sigurnosti i predvidivosti po pitanju mjerodavnog prava, kao i učinkovitosti jednog mjerodavnog prava za sve materijalnopravne aspekte.

[2514] Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.83; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 325.

[2515] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 225. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 381.

[2516] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 225. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10.

određenih prava - te da sudjelovanje u sustavu za poravnanje i namiru uvjetuje pridržavanjem zabrane odnosno ograničenja.[2517] Povrh svega, pristup stranačke autonomije ocijenjen je i sistemski rizičnim za sustave u smislu DKN.[2518] Takvu ocjenu nije ublažilo ni rašireno uvjerenje u zanemarive izglede ugovaranja različitih mjerodavnih prava s pojedinim članovima tog sustava.[2519] Pristup stranačke autonomije egzistira u američkom pravu.

Pristup ograničene stranačke autonomije (engl. *the agreement plus reality test approach*) stranama ugovora o računu ne uskraćuje mogućnost izbora mjerodavnog prava, ali je ograničava.[2520] Kolizijska norma koja se oslanja na takav pristup upućuje na pravo države koje su ugovorne strane izabrale pod uvjetom da između intermedijera i te države postoji dovoljna veza. Odabir prava države s kojom intermedijer nije u toj mjeri povezan ne proizvodi pravne učinke. Dovoljnu vezu intermedijer ima samo s državama u kojima ima poslovnicu koja je uključena u vođenje računa vrijednosnih papira (tzv. „kvalificiranu poslovnicu"). Uvjetovanje odabira takvom vezom namijenjeno je zaštiti imatelja računa i ostalih sudionika pravnog prometa od intermedijerove samovolje i zlouporabe.[2521] Na tom pristupu počiva glavna kolizijska norma Haške konvencije.[2522]

Kombiniranje pristupa (ograničene) stranačke autonomije s pristupom mjesta relevantnog intermedijera nudi rješenje za slučaj kad ugovorne strane (valjano) ne izaberu

[2517] Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 2. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Primjerice, nadležna tijela mogu od strana ugovora o računu zahtijevati da kao mjerodavno izaberu pravo države članice koje je izabrano kao mjerodavno za sustav sukladno odredbi čl. 9. st. 2. DKN. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 18; Po mišljenju *Guillaume*, propis koji određuje mjerodavno pravo ima prednost pred pogodbom jer spada u javni poredak. O mogućnosti regulatornog ograničavanja izbora v. i Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 396. – 397. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1242. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 330. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1.11.(c), 4.13 – 4.16. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 554. – 555. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 120.

[2518] ECB, *op.cit*. (bilj. 203), Rd. 11. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *op.cit*. (bilj. 204), str. 17. Löber M., Klaus, *op.cit*. (bilj. 149), str. 56. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 225., 233. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 162., 214. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.12; Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 14.

[2519] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 11. Sistemsku rizičnost *Bernasconi* osporava ukazujući na nepostojanje interesa i potrebe upravitelja takvog sustava da s članovima sustava ugovora različita mjerodavna prava. Za slično promišljanje v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 31. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd.10.97; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 162., 212. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 420. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *op.cit*. (bilj. 204), str. 18. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 330. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4.18.

[2520] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 77; Ege, Reinhard, *op.cit.* (bilj. 8), str. 155. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 14, 4-5; Za taj pristup *Rogers* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 31.) koristi naziv „pristup ugovora i testa realnosti" (engl. *agreement plus reality test approach*). *Potok* (Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 212., 214.) ga naziva mješavinom tipa I PRIMA-e i tipa II PRIMA-e. Za *Paecha* (Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 37.) to je „ugovorna PRIMA" (engl. *contractual PRIMA*) .

[2521] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 225. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.35; Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 962.

[2522] Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1226.

mjerodavno pravo. U tom slučaju kombinirani pristup mjerodavno pravo veže uz *situs conto sitae*. Kolizijske norme koje se oslanjaju na takav pristup upućuju primarno na pravo države (u kojoj intermedijer ima kvalificiranu poslovnicu) koje su izabrale strane ugovora o računu, a podredno - ako ugovorne strane nisu iskoristile mogućnost odabira – na pravo države u kojoj intermedijer vodi račun vrijednosnih papira ili, ako se ne može utvrditi gdje vodi račun, gdje je na drugi način prisutan (*e.g.* pravo države u kojoj je intermedijer osnovan ili u kojoj ima sjedište). Takvu hijerarhiju kolizijskih normi *Guynn* ubraja među osnovna načela modernog pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira na međunarodnoj razini.[2523] Kombinacija ta dva pristupa zaživjela je u američkom pravu i Haškoj konvenciji.[2524]

9.1.4 Renvoi

Važeće kolizijske norme upućuju isključivo na materijalno pravo.[2525] Izostavljanjem kolizijskih normi mjerodavnog prava izbjegava se *renvoi*. Upućivanje na materijalne norme pospješuje *ex ante* predvidivost mjerodavnog prava i, posljedično, pravnu sigurnost. Trend osuvremenjivanja i harmonizacije kolizijskih normi razlog je zbog kojeg do uzvrata i preupućivanja ili ne može doći, ako su i polazna kolizijska norma i kolizijska norma mjerodavnog prava suvremene i usklađene pa potonja upućuje na materijalne norme mjerodavnog prava, ili ne treba doći, ako je kolizijska norma mjerodavnog prava zastarjela ili neusklađena pa bi njezina primjena obezvrijedila napore utkane u osuvremenjivanje i usklađivanje polazne kolizijske norme.[2526]

9.1.5 Pristup „korak po korak“

Prevaljivanje težišta s posredno držanih vrijednosnih papira na odnos (svakog) intermedijera i imatelja računa dovelo je do toga da na svakoj kariki skrbničkog lanca drugačije pravo može biti mjerodavno. Potencijalni pravni pluralizam unutar skrbničkog lanca posljedica

[2523] Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 11.
[2524] O naglašenoj sličnosti američkog prava i Haške konvencije u tom smislu v. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1216., 1233. – 1236.
[2525] Za njemačko pravo v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 71; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 126; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 51., 126. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 380. Za austrijsko pravo v. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 10. Za EU pravo v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 79., 87., 103. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 374. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 25., 29. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 288. Za američko pravo v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 382. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 60. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 223. Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 27. Za Hašku konvenciju v. čl. 10. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 10-1; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 10 HSC Rd. 1; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 16. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M.; Smith Edwin E., *op.cit*. (bilj. 2417), str. 3. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 365. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 202. – 203. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 320. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 119.
[2526] O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 10-1; *cf*. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd 70; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 126.

je pristupa „korak po korak“ (engl. *stage-by-stage approach*), u okviru kojeg se mjerodavno pravo utvrđuje za svaki pojedini račun vrijednosnih papira koji je uključen u transakciju.[2527] Takav pristup nije problematičan u, *Thévenozovim* riječima, pravnim poretcima „ovlasti na jednoj od razina“, u kojima je pravo na svakoj kariki skrbničkog lanca samostalno i neovisno od prava na bilo kojoj drugoj kariki tog lanca.[2528] Ako svaki imatelj računa stječe pravo koje se ne izvodi iz prava nekog drugog imatelja računa (*i.e.* njegovog intermedijera koji je imatelj računa iz perspektive intermedijera na višoj razini) i koje može ostvariti (u pravilu) samo od svog intermedijera, logično je i opravdano da se mjerodavno pravo utvrđuje imajući u vidu isključivo tu kariku skrbničkog lanca. Problem nastaje kad se takav pristup utvrđivanju mjerodavnog prava treba primijeniti u, *Thévenozovim* riječima, pravnim poretcima „direktnog vlasništva“, u kojima je jedini nositelj prava – koje može ostvariti direktno od izdavatelja i koje je stekao izvevši ga iz prava prenositelja (*i.e.* dotadašnjeg ulagatelja u ulozi otuđitelja, ne intermedijera) - ulagatelj.[2529] Primjena pristupa „korak po korak“ može dovesti do toga da, sukladno pravu mjerodavnom za svoj račun vrijednosnih papira, stjecatelj (*i.e.* ulagatelj) stekne pravo drugačije naravi i šireg sadržaja u odnosu na, sukladno pravu mjerodavnom za njegov račun vrijednosnih papira, pravo (putativnog) otuđitelja i da takvim stjecanjem potonji nužno ne ostane bez svog prava.[2530] Različito mjerodavno pravo za stjecanje u odnosu na ono koje je mjerodavno za otuđenje teško je pomiriti s jedinstvenošću raspolaganja kojeg su stjecanje i otuđenje sastavni dijelovi i u okviru kojeg pravo prelazi s jedne osobe na drugu ne mijenjajući

[2527] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 178. *et seq.* Za taj pristup u kontekstu Haške konvencije v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 413. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 403. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 530., 535. Rogers, James S., Property and Contract, *op.cit*. (bilj. 2128), str. 18. Po mišljenju *Rogersa*, to je jedini realan pristup utvrđivanju mjerodavnog prava u prekograničnim transakcijama.

[2528] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 180., 183. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 305. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 388. – 389. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 511., 535., 538. Za taj pristup u slučaju implementacije povjereničkog modela u njemačko pravo v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 593.

[2529] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 59., 181. – 183. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 511., 536., 538. Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 515. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 38. O tome v. i Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 238. Po mišljenju *Ooi*, utvrđivanju mjerodavnog prava za svaki pojedini račun vrijednosnih papira protivi se to što intermedijeri, koji vode te računa, ne sudjeluju u raspolaganju kao principali već samo omogućuju ostvarivanje gospodarskih učinaka raspolaganja (kanalizirajući plodove i koristi u smjeru onoga kojem pripadaju). O problematičnosti takvog pristupa u tim pravnim poretcima v. još Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau: Transfers involving several intermediaries: An Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the Preliminary Draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (“April 2002 preliminary draft” reproduced in Preliminary Document No 10), Prel. Doc. No 12, *op.cit*. (bilj. 2490), str. 5. Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau: Comments On Transfers Involving Two Or More Intermediaries: a Response To Preliminary Document No 12, Submitted by the Japanese Delegation, Prel. Doc. No 14 A, *op.cit*. (bilj. 2443), str. 5. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 255. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 404. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 389. *et seq*., 447. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 327. – 328. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 102. *et seq*.

[2530] O kršenju načela *nemo dat* odnosno *nemo plus* u tom slučaju v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 190. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 38.

pritom svoj identitet, sadržaj ili pravnu narav. U, *Thévenozovim* riječima, pravnim poretcima „direktnog vlasništva", takav pristup zahtijevao bi intermedijerovo „međustjecanje".[2531] Po mišljenju *Ooi*, različita mjerodavna prava na pojedinim karikama istog skrbničkog lanca umnogostručuju pravnu nesigurnost.[2532]

Različito mjerodavno pravo na strani otuditelja i stjecatelja može dovesti do toga da otuditelj otuđi pravo glede posredno držanih vrijednosnih papira, a da stjecatelj to ili takvo pravo ne stekne (slučaj tzv. „ničijeg prava") odnosno da stjecatelj stekne to ili takvo pravo iako ga otuditelj nije otuđio (slučaj tzv. „dvostrukog prava").[2533] Do otuđenja koje ne prati odgovarajuće stjecanje i *vice versa* može doći kad mjerodavna prava učinak raspolaganja vežu uz različite trenutke ili drugačije pretpostavke.[2534]

Mjerodavnost različitih prava za račune vrijednosnih papira koji su uključeni u transakciju intermedijera može izvrgnuti „riziku dvostruke odgovornosti" (engl. *the risk of double liability*).[2535] Takva odgovornost posljedica je razlika među tim pravima po pitanju pretpostavki i posljedica neispravnog upisa na račun vrijednosnih papira i intermedijerovog propusta da taj rizik ugovorom prevali na drugoga (svog klijenta ili intermedijera na višoj razini). Intermedijer odgovara dvostruko ako je *e.g.* pripis koji je proveo na stjecateljev račun vrijednosnih papira, po pravu mjerodavnom za taj račun, valjan i ireverzibilan, dok je pripis koji je intermedijer na višoj razini proveo na njegov račun vrijednosnih papira, po pravu

[2531] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 634.
[2532] Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 219., 238. Za negativan stav *Ooi* spram pristupa „korak po korak" v. i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 188.
[2533] Za slučajeve tzv. „ničijeg prava" (njem. *herrenlose Rechte*) i tzv. „udvostručavanja prava" (njem. *Verdopplung von Rechten*) v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 181., 193. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 536., 538. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit.* (bilj. 105), str. 255. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 548. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 404. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 396. Za slučaj tzv. „dvostrukog prava" (engl. *double interest situation*) v. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.91; Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 243. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 413. – 415. Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau: Transfers involving several intermediaries: An Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the Preliminary Draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary ("April 2002 preliminary draft" reproduced in Preliminary Document No 10), Prel. Doc. No 12, *op.cit*. (bilj. 2490), str. 7. – 8. Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau: Comments On Transfers Involving Two Or More Intermediaries: a Response To Preliminary Document No 12, Submitted by the Japanese Delegation, Prel. Doc. No 14 A, *op.cit*. (bilj. 2443), str. 7. – 8. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 360. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 310. – 311.
[2534] EFMLG, *op.cit*. (bilj. 113), str. 16. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 395. – 396.
[2535] O „riziku dvostruke odgovornosti" intermedijera v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-48 – 4-50; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 182. Chun, Changmin, *op.cit.* (bilj. 46), str. 416. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 66. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 252. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 399. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 537.

mjerodavnom za taj račun, nevaljan ili reverzibilan, jer ispravak na njegovom računu kod intermedijera na višoj razini stvara manjak u zbirnom portfelju.[2536]

Razlike među mjerodavnim pravima na susjednim karikama skrbničkog lanca mogu pod određenim okolnostima dovesti do toga da se posljedice primjene jednog od njih protegnu na kariku na kojoj je mjerodavno ono drugo. Do toga može doći ako su prava imatelja računa nesamostalna i međusobno ovisna odnosno uvjetovana. Za prosudbu vlastitog pravnog položaja ulagatelj treba znati koja su sve materijalna prava mjerodavna i kakve su posljedice primjene svakog od njih. Po mišljenje *Egea*, pravna sigurnost ne može se postići ako postojanje, sadržaj i opseg prava na nižoj kariki ovise ne samo o materijalnom pravu mjerodavnom za tu kariku već i o svim onim pravima koja su mjerodavna za više karike skrbničkog lanca.[2537]

Mjerodavna prava na različitim karikama skrbničkog lanca nisu nužno kompatibilna.[2538] Inkompatibilnost je problematična ako su prava pojedinih imatelja računa na različitim karikama skrbničkog lanca nesamostalna i međusobno ovisna odnosno uvjetovana. Problem nastaje ako se prava imatelja računa na nižoj kariki izvode iz prava imatelja računa na višoj kariki. Ako je, sukladno mjerodavnom materijalnom pravu, pravo imatelja računa na višoj kariki skrbničkog lanca obveznopravne naravi s učinkom isključivo prema njegovom intermedijeru, postavlja se pitanje kako pravo imatelja računa na nižoj kariki skrbničkog lanca, na kojoj je mjerodavno drugo materijalno pravo, može biti stvarnopravne prirode s učinkom prema svima. Dvojbeno je može li ulagatelj biti vlasnik vrijednosnih papira (*i.e.* nositelj neposrednog stvarnog prava na vrijednosnim papirima) ako je njegov intermedijer (ili bilo koji drugi intermedijer u lancu, osim središnjeg depozitorija na vrhu) samo vjerovnik svog intermedijera s (pa makar i „ojačanom“) tražbinom koja se odnosi na te vrijednosne papire.[2539] Po mišljenju dijela doktrine (*Crawford*, *Ege*, *Wust*, *Segna*), uže odnosno slabije (*i.e.* relativno) pravo na višoj kariki isključuje mogućnost postojanja šireg odnosno jačeg prava (*i.e.* apsolutnog) na nižoj kariki.[2540] Dvojbeno je i može li po pravu mjerodavnom za odnos ulagatelja i intermedijera ulagatelj biti vjerovnik svog intermedijera s pravom na

[2536] Isto vrijedi ako bi terećenje računa jednog intermedijerovog klijenta, po pravu mjerodavnom za taj račun, bilo nevaljano ili reverzibilno, dok bi korespondirajući pripis koji je intermedijer proveo na račun drugog klijenta, po pravu mjerodavnom za taj račun, bio valjan i ireverzibilan.

[2537] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 171. Cilj Haške konvencije upravo je izbjeći potrebu utvrđivanja mjerodavnog prava na višim karikama skrbničkog lanca.

[2538] Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 56., 59. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 404. Kuhn, Hans, *op.cit*. (bilj. 5), Art. 10 Rd. 26; O pravnoj nesigurnost kao posljedici takve inkompatibilnosti v. Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 40. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 316.

[2539] Paech, Philipp, *op.cit*. (bilj. 3), str. 38.

[2540] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 168. *et seq.* Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 314. – 315., 389. – 390. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 314., 384., 538. Samo po sebi razumljivo je da šire odnosno jače pravo na višoj kariki ne isključuje mogućnost postojanja užeg odnosno slabijeg prava na nižoj kariki.

intermedijerovom pravu ako po pravu mjerodavnom za odnos ulagateljevog intermedijera i intermedijera na višoj razini ulagateljev intermedijer ne stječe nikakvo pravo.[2541]

9.2 Europsko pravo

Europsko pravo ne sadrži jednu, općeprimjenjivu kolizijsku normu za zbirno pohranjene vrijednosne papire.[2542] Na mjerodavno pravo za stvarnopravna pitanja povezana s držanjem i raspolaganjem takvim vrijednosnim papirima upućuje nekoliko donekle sličnih ali još uvijek različitih kolizijskih normi (čl. 9. st. 2. DKN, čl. 24. i 31. DRLKI, čl. 9. DFO).[2543] Sličnost je posljedica (gotovo) istog kolizijskopravnog pristupa koji im je u podlozi. Sve te kolizijske norme počivaju na pristupu mjesta relevantnog intermedijera.[2544] Rezultat tog pristupa poveznica je u vidu „države članice u kojoj se nalazi (odnosno koja nadzire) registar, račun ili središnji depozitorij" (čl. 9. st. 2. DKN, čl. 24. i 31. DRLKI)[2545] odnosno „države u kojoj se vodi relevantni račun" (čl. 9. st. 1. DFO)[2546]. Razlike su, u prvom redu, posljedica ograničenog područja primjene konkretnih europskih propisa (*i.e.* direktiva) koje ih sadrže i, samim time, drugačijih kategorija vezivanja. To može biti (stvarno) pravo radi osiguranja (*e.g.* založno pravo na vrijednosnim papirima (ili pravima glede vrijednosnih papira), (fiducijarni) prijenos vrijednosnih papira (ili prava glede vrijednosnih papira) radi osiguranja (njem. *Sicherungsübereignung*) i neograničeni prijenos vrijednosnih papira (ili prava glede

[2541] Riječ je o slučaju američkog ulagatelja koji posredstvom svog (američkog) intermedijera pretendira na pravo glede njemačkih vrijednosnih papira zbirno pohranjenih kod CBF-a. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 423.

[2542] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 73; Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 3. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 338.

[2543] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 15 - 22; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.67 – 10.70; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.58; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 272. – 276. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 23. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 22. *et seq*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 280. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 214. Moffatt, Paula, *op.cit*. (bilj. 153), str. 4. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 313. *et seq*.

[2544] Po mišljenju *Potoka*, riječ je o tipu I PRIMA-e, koji karakterizira pridavanje važnosti mjestu gdje se nalazi relevantni intermedijer neovisno nalazi li se na tom mjestu i ulagateljeva imovina, v. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 211. Za potvrdu da je riječ o PRIMA-i v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Conflict of Laws – Prel. Remarks Rd. 5; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj.), Vor § 1 Rd. 12; Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 3. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 221. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.58; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-14; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 137., 143., 372., 424. Johansson, Erica, *op.cit*. (bilj. 10), str. 23., 24. Kanda, Hideki *et al.*, *op.cit*. (bilj. 3), Rd. 302; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 288., 289. 299. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 214. Priem, Randy, *op.cit*. (bilj. 66), str. 7. Schacherreiter, Judith, *op.cit*. (bilj. 15), str. 337. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 19-013, 19-015. Po mišljenju *Egea* (Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 100.), kolizijska norma iz čl. 9. DFO oslanja se na super pristup mjesta relevantnog intermedijera (Super-PRIMA). Tako i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 531. *Cf*. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 21. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 40., koji za verziju PRIMA-e u DFO rabi naziv "pristup mjesta relevantnog računa (engl. *Place of the Relevant Account Approach*, skraćeno: PRACA)".

[2545] O toj poveznici podrobnije v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 72. – 76., 84. – 86. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 301. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 372. – 373.

[2546] O toj poveznici podrobnije v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 99. – 102. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 298. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 377.

vrijednosnih papira) (njem. *Pensionsvereinbarung*)), koje pravo je zakonito upisano u registar, na račun ili u središnji depozitorij u korist članova sustava za namiru, središnjih banaka država članica EU ili ECB-a (čl. 9. st. 2. u svezi s čl. 2. t. (m) i uvodnom izjavom (9) DKN).[2547] To mogu biti i vlasnička ili druga prava depozitnih klijenata kreditne institucije u restrukturiranju ili likvidaciji na financijskim instrumentima, postojanje i prijenos kojih pretpostavlja upis u registar ili na račun kod središnjeg depozitorija (čl. 24. DRLKI).[2548] Naposlijetku, to može biti pravna narav i stvarnopravni učinci financijskog osiguranja u žiralnim vrijednosnim papirima, perfektuiranje financijskog osiguranja u žiralnim vrijednosnim papirima i pribavljanje žiralnih vrijednosnih papira, redoslijed prvenstva financijskog osiguranja u žiralnim vrijednosnim papirima te stjecanje u dobroj vjeri i realizacija financijskog osiguranja u žiralnim vrijednosnim papirima (čl. 9. st. 2. DFO).[2549] Iako većina je, nisu sve kolizijske norme primjenjive na raspolaganja obveznim pravima sa stvarnopravnim obilježjima.[2550] Dodatne razlike među kolizijskim normama proizlaze iz različitog tumačenja i, posljedično, različite primjene naizgled iste poveznice.[2551] Račun uz koji se - kod raspolaganja pripisom - veže mjerodavno pravo u svim kolizijskim normama ne pripada istoj osobi. Dok je u jednoj od njih imatelj računa osoba koja raspolaže (čl. 31. DRLKI), u druge dvije riječ je o osobi u čiju korist se takvo raspolaganje provodi (čl. 9. st. 2. DKN i čl. 9. DFO).[2552]

[2547] Za područje primjene kolizijske norme iz čl. 9. st. 2. DKN v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 17; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 65. *et seq*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 283. – 285. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 369. – 372. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 315. – 316. Budući da se primjenjuje samo na transakcije sklopljene radi osiguranja između članova sustava za namiru (s izuzetkom izrijekom pobrojanih osoba na strani primatelja osiguranja), velika većina transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima izvan je dosega kolizijske norme. Oslanjajući se na uvodnu izjavu (20), *Ege* smatra da se kolizijska norma primjenjuje i na pitanje redoslijeda prvenstva.

[2548] Za područje primjene kolizijske norme iz čl. 24. DRLKI v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 19; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 83. *et seq.* Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 300. – 301.

[2549] Za područje primjene kolizijske norme iz čl. 9. DFO v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 20; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 91. *et seq.* Wust, Bernd, *op.cit.* (bilj. 7), str. 294. – 297. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 374. – 375. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 321. – 322.

[2550] Po mišljenju *Egea* (Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 71. – 72., 103.) kolizijska norma iz čl. 9. st. 2. DKN primjenjuje se isključivo na stvarnopravna raspolaganja jer je stvarnopravna narav stečenog prava uvjet za njezinu primjenu. O tome v. i Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24. – 25. Po mišljenju *Wusta* (Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 296.), odredba čl. 9. DFO ne primjenjuje se na raspolaganje tražbinama dokumentiranim WR-pripisima.

[2551] Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 229., 239.

[2552] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 86. – 87., 104. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 320. Za čl. 9. st. 2. DKN i čl. 9. DFO v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 373., 377. Za čl. 9. DFO v. Wood, Philip R., *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 19-017. Kod raspolaganja *e.g.* zabilježbom i kolizijske norme iz tih odredaba mjerodavno pravo vežu uz račun onoga koji raspolaže.

U pravnoj književnosti više je kritika nego pohvala na račun europskog zakonodavca.[2553] Hvalevrijedan pokazao se odmak od pristupa proboja radi prilagodbe kolizijske norme suvremenom načinu držanja i raspolaganja vrijednosnim papirima. Na meti kritike našao se, u prvom redu, odabrani pristup mjesta relevantnog intermedijera. Teškoće povezane s utvrđivanjem lokacije računa vrijednosnih papira potakle su rasprave o nužnosti napuštanja tog pristupa kako bi se europske kolizijske norme mogle primijeniti ako se za tim ukaže potreba.[2554] Osim kolizijskopravnog pristupa, salve kritika izazvala je fragmentarnost pravnog uređenja. Goleme pravne praznine neizbježna su posljedica posebnih, strogo specijaliziranih kolizijskih normi ograničenog područja primjene.[2555] Za sve što nadilazi kategorije vezivanja važećih kolizijskih normi, europsko pravo ne daje odgovor na pitanje koje materijalno pravo je u konkretnom slučaju mjerodavno.[2556] Kritički pravna književnost nastrojena je i prema nastojanju da se uskladi europsko pravo imajući u vidu da je za pravnu sigurnost potreban sklad na globalnoj razini.[2557]

Sudeći po dominantno negativnom sentimentu pravne književnosti, u skoroj budućnosti predstoji izmjena europskog prava. Izmjena sama po sebi nije problematična ima li se u vidu da su europske kolizijske norme trebale ionako biti kratkog vijeka dok se ne usuglasi tekst Haške konvencije.[2558] No, s obzirom da je prilika da se prihvaćanjem i ratifikacijom Haške

[2553] Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 24. - 29., 74. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 258., 260., 340. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 284., 303. – 305. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 405. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 226. *et seq*.

[2554] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.17; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 220. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 27. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 25., 29. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 226. *et seq*., 239. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.24.

[2555] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 73; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.74; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 104. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.60; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 303., 445. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 370. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 3.16.(e); Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 313.

[2556] Primjerice, ne postoji europska kolizijska norma za raspolaganje posredno držanim vrijednosnim papirima koje se ne provodi radi osiguranja. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 375. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *op.cit*. (bilj. 204), str. 10.

[2557] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 339.

[2558] Bernasconi, Christophe, Sigman, Harry C., *op.cit*. (bilj. 2429), str. 3. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 212. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *op.cit*. (bilj. 204), str. 9. Pregovori oko teksta Haške konvencije vodili su se istodobno s pregovorima oko teksta DFO, i to na način da je ishod pregovora vođenih u Haagu utjecao na tijek pregovora koji su se vodili u Bruxellesu. Budući da je Europsko Vijeće smatralo da se donošenje DFO ne može odgoditi do okončanja pregovora oko teksta Haške konvencije Zajedničko stajalište (EC) 32/2002 od 5. ožujka 2002. predviđa mogućnost revizije čl. 9. DFO imajući u vidu ishod Haške konvencije. Pokazatelj namjeravane prilagodbe europskog rješenja globalnom ne uključivanje je u konačni tekst DFO definicije pojma „države u kojoj se vodi relevantni račun" kako se njome ne bi prejudicirao tekst Haške konvencije. Predloživši Europskom Vijeću potpisivanje Haške konvencije, Europska komisija predvidjela je i izmjenu relevantnog dijela *acquis communautaire* (*i.e.* čl. 9. st. 2. DKN, čl. 9. DFO i čl. 24. DRLKI) radi prilagodbe europskih kolizijskih normi konvencijskim (v. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES: Proposal for a COUNCIL DECISION Concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain

konvencije postigne sveobuhvatno upućivanje na mjerodavno materijalno pravo nepovratno propuštena, preostaje mogućnost da se važeće kolizijske norme posebnim propisom nadomjeste novom, općeprimjenjivom kolizijskom normom za (stvarnopravna) pitanja povezana s držanjem i raspolaganjem zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima. Izazov predstavlja odabir kolizijskopravnog pristupa zbog naglašenog otpora spram poveznice subjektivnog karaktera i posljedičnog ustrajanja na dokazano problematičnom pristupu mjesta relevantnog intermedijera.[2559]

9.3 Englesko pravo

Za raspolaganje pravom glede vrijednosnih papira suvremeno englesko pravo mjerodavnim smatra *legem situm*. Oslonac pri utvrđivanju mjerodavnog prava pristup je mjesta relevantnog intermedijera, odnosno – kako ga naziva *Benjamin* - „pristup utemeljen na računu" (engl. *account-based approach*).[2560] *Situs* o kojem ovisi mjerodavno pravo mjesto je gdje se nalazi poslovnica intermedijera koja vodi račun vrijednosnih papira na kojem je evidentirano pravo kojim se raspolaže.[2561] Relevantnost tog mjesta posljedica je ostvarivosti prava glede vrijednosnih papira isključivo od intermedijera koji vodi takav račun. U engleskom pravu uzima se da pravo nalazi tamo gdje se po redovnom tijeku stvari može prisilno ostvariti.[2562] K tome, pravo korisnika povjerenstva engleska judikatura pravno pozicionira tamo gdje se nalazi povjerenik.[2563] Po mišljenju *Haentjensa*, izgledno je da pravo mjesta relevantnog intermedijera čak i u slučajevima koji nisu obuhvaćeni područjem primjene FMI(SF)R 1999 i FCAR 2003 predstavlja tzv. pravo najuže veze.[2564]

Mjerodavnost *legi situs* nije neupitna i općeprihvaćena.[2565] Problematizira je dio doktrine apostrofirajući netjelesnost prava glede vrijednosnih papira. Naime, *lex situs* tradicionalno se primjenjuje na raspolaganja neposrednim stvarnim pravima na pokretninama. Tek odnedavno engleska judikatura protegnula je njegovu primjenu i na prava odnosno

rights in respect of securities held with an intermediary, Bruxelles, 15.12.2003, COM(2003) 783 final, str. 4.). Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 100.

[2559] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 386. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 105. – 106.

[2560] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.38; Za taj pristup sličan naziv - „pristup računa" (engl. *the „account approach"*) - koristi *Rogers* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 25.). O važenju PRIMA-e u engleskom pravu v. i Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 34. - 36.

[2561] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7-38; Iz perspektive članova sustava za namiru, *situs* je relevantna poslovnica operatera sustava jer svoja prava članovi sustava ostvaruju od njega.

[2562] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7-28, 7-31; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.51, 5.54; Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 34.

[2563] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.54; Za nedoumice po tom pitanju v. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 69.

[2564] Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 36.

[2565] Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.51; Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 491. – 492., 496.

tražbine.[2566] Smatrajući takvu praksu sudova pogrešnom, taj dio doktrine inzistira na primjeni prava mjerodavnog za tražbine koje su predmet raspolaganja (*lex contractus*).[2567]

Lex situs mjerodavno je i za perfektuiranje prava radi osiguranja zasnovanih na pravima glede vrijednosnih papira te za procjenu rizika prekvalifikacije (engl. *recharacterization risk*) neograničenog prijenosa tih prava.[2568]

Pitanje mjerodavnog prava za redoslijed prvenstva (engl. *priority*) prava radi osiguranja zasnovanih višekratnim raspolaganjem davatelja osiguranja podijelilo je englesku pravnu književnost. Za razliku od *Benjamin*, koja – zbog mogućnosti da se konkurirajuća prava ravnaju po različitim, međusobno neusklađenim materijalnim pravima – mjerodavnim smatra *legem fori*, *McFarlane* i *Stevens* primjerenijim smatraju pravo mjesta gdje intermedijer ima „središte glavnih interesa" (engl. *centre of main interests*) u smislu UI, što je u većini slučajeva mjesto osnivanja (engl. *place of incorporation*).[2569] Ako su tim raspolaganjem prekršene fiducijarne obveze (engl. *fiduciary duty*) redoslijed prvenstva određuje *lex situs*.[2570]

Pravna književnost nije jednoglasna ni o tome koje je pravo mjerodavno za prosudbu raspolaganja imovinom na povjerenstvu. Pitanje je li davatelj osiguranja koristovni vlasnik instrumenata osiguranja, odnosno je li ga koristovni vlasnik ovlastio za takvo raspolaganje ravna se – po mišljenju *Benjamin* - po pravu mjerodavnom za odnos davatelja osiguranja i klijenta za kojeg drži te instrumente osiguranja.[2571] Budući da primatelj osiguranja u većini slučajeva ne može sa sigurnošću utvrditi o kojem je pravu riječ, uvriježeno je osloniti se na pravo države u kojoj je davatelj osiguranja osnovan ili u kojoj ima podružnicu. Iz istog razloga, odgovor na pitanje stječe li vrijednosne papire koje je otuđitelj držao na povjerenstvu stjecatelj slobodne od pravnih nedostataka ili opterećene pravom korisnika povjerenstva ni *McFarlane* i *Stevens* ne traže u pravu mjerodavnom za pravo korisnika povjerenstva, ali - umjesto prava države u kojoj je otuđitelj osnovan ili u kojoj ima podružnicu – relevantnim smatraju pravo koje je mjerodavno za vrijednosne papire.[2572]

[2566] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.19; Takvo shvaćanje zauzeo je *Court of Appeal* u odluci donesenoj u predmetu *Macmillan v Bishopsgate (No3)* [1996] 1 WLR 387. O toj odluci v. i Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 32. – 33. FMLC, HSC, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2.4. – 2.6.

[2567] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.22 – 7.23; Budući da počiva na uvjerenju da ugovorne tražbine ne mogu biti predmet stvarnog prava, „argument mjerodavnog prava" (engl. *governing law argument*) rezultira upućivanjem na obvezni, a ne stvarni statut. O mjerodavnosti prava kojem podliježe raspolaganje tražbinama zbog problematičnosti upućivanja na pravo određeno prema mjestu uknjižbe v. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 491. – 492., 496.

[2568] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.20, 7.42

[2569] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.64; McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 57.

[2570] O tome v. i Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.40.

[2571] Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 12), Rd. 7.65

[2572] McFarlane, Ben, Stevens, Robert, *op.cit*. (bilj. 14), str. 57.

U englesko pravo odredba čl. 9. st. 2. DKN prenesena je u njezinim usko postavljenim granicama.[2573] Prijedlog da se doseg odredbe čl. 23. FMI(SF)R 1999, kojom je provedeno usklađivanje, naknadno protegne uklanjanjem važećih ograničenja *ratione personae* na strani primatelja osiguranja nije prihvaćen. S odredbom čl. 9. DFO englesko pravo uskladilo se donošenjem odredbe čl. 19. FCAR 2003.[2574]

9.4 Njemačko i austrijsko pravo

I u njemačkom i u austrijskom pravu posebna kolizijska norma za zbirno pohranjene vrijednosne papire rezultat je preuzimanja europske pravne stečevine u domaći pravni poredak. Slijedeći europsku pravnu misao, oba prava raskrstila su s pristupom proboja i posljedičnim upućivanjem na *legem cartae sitae* prihvativši pristup mjesta relevantnog intermedijera i upućivanje na *legem conto sitae*.[2575] Isti povod za zakonodavnu aktivnost nije polučio nomotehnički jednaka rješenja u oba pravna poretka. Za razliku od austrijskog zakonodavca, koji je sukcesivno preuzimao europske kolizijske norme zadržavajući pritom njihov izvorni sadržaj i doseg, njemački zakonodavac prekrojio je europsko pravo po mjeri njemačkog s ciljem stvaranja jedne sveobuhvatne kolizijske norme za posredno držane vrijednosne papire na zbirnoj pohrani.[2576] Takvo prekrajanje, kojim je njemačko pravo iskoračilo izvan europskog pravnog okvira[2577], ne zaklanja europsko pravno podrijetlo njemačke kolizijske norme koje dolazi do punog izražaja prilikom njezinog tumačenja.[2578]

9.4.1 Njemačko pravo

Za raspolaganja vrijednosnim papirima ili udjelima u zbirnom portfelju, koja se s konstitutivnim učinkom upisuju u registar ili knjiže na račun njemačka kolizijska norma

---

[2573] O tome kritički Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.57; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 12.
[2574] Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 29.
[2575] Za njemačko pravo v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 45; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 129 - 130; Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 211. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 105., 128. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 377. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 335. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/157. Njemačko pravo i dalje upućuje na *legem carta sitae* oslanjajući se na pristup mjesta gdje leže vrijednosni papiri kad je riječ o neposredno držanim ili odvojeno pohranjenim vrijednosnim papirima. O tome v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 120; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 62; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 110., 128.
[2576] Za njemačko pravo v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 105. Doktrina se uglavnom kritički odnosi prema načinu na koji je njemački zakonodavac proveo svoj naum u djelo. O tome v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 72; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 335. – 338., 446. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 405. *et seq*. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 387. – 388.
[2577] O odredbi čl. 17a dDepotG, kao rezultatu ekstenzivnog usklađivanja s odredbom čl. 9. st. 2. DKN u njemačko pravo, v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 22; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 125; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 100. – 101. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 105., 108. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 305. – 306., 446. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 405.
[2578] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 31; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 107. – 108. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 306.

upućuje na pravo države koja nadzire vođenje registra u koji je proveden konstitutivni upis neposredno u korist primatelja raspolaganja ili u kojoj se nalazi glavna ili sporedna poslovnica skrbnika koja vodi račun, koja je provela konstitutivni pripis u korist primatelja raspolaganja (čl. 17a dDepotG).

Kategorija vezivanja (njem. *Anknüpfungsgegenstand*) njemačke kolizijske norme raspolaganje je vrijednosnim papirima ili udjelima u zbirnom portfelju koje se s konstitutivnim učinkom upisuje u registar ili knjiži na račun.[2579] Područje primjene kolizijske norme šire je nego što to proizlazi iz zakonskog teksta, uzme li se u obzir značenje koje korišteni pojmovi imaju u njemačkom materijalnom pravu. Nije nužno riječ o raspolaganju u smislu u kojem ga poznaje njemačko pravo niti se raspolaganje nužno odnosi na vrijednosne papire kakvi postoje u njemačkom pravu. Ekstenzivnu primjenu kolizijske norme omogućuje teleološko tumačenje zakonskog teksta u skladu s europskim pravom. Iako to izrijekom proizlazi iz zakonskog teksta, raspolaganje nije nužno upisati u registar odnosno uknjižiti na račun niti učinak takvog upisa odnosno uknjižbe - u slučajevima kad se provodi – treba biti konstitutivan.[2580] Tumačenje *contra legem* opravdava redakcijski propust njemačkog zakonodavca prilikom usklađivanja njemačkog prava s europskim.[2581] Kolizijska norma iz čl. 17a dDepotG primjenjuje se - direktno ili analogno - na sve pravne osnove stjecanja stvarnih prava na ili opredmećenih obveznih prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira ili zbirno administriranih vrijednosnih prava.[2582] Pravo na koje ona uputi mjerodavno je *e.g.* za učinak raspolaganja *sensu lato* prema trećima, za mjesto stečenog prava u redoslijedu prvenstva u odnosu na prava trećih, za pretpostavke za ostvarenje tog prava, za identificiranje nositelja prava te za pitanja koja se tiču posjeda.[2583]

[2579] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 33; Za razliku od konvencijskih i nekih europskih kolizijskih normi (čl. 9. DFO), njemačka kolizijska norma iz čl. 17a dDepotG izrijekom ne upućuje na mjerodavno pravo za narav prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. O tome v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 118., 127. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 327. – 331., 446. Po mišljenju *Wusta*, za narav prava mjerodavno je *lex rei sitae*. Tako i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 384. – 385. Iznimka vrijedi kad je riječ o pravu radi osiguranja, narav, pretpostavke za zasnivanje i učinci kojeg se prosuđuju po *legi conto sitae*.

[2580] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 379. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 128. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 47. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 318., 322. – 323. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 406. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 383., 388.

[2581] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 62; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 322., 324. Do omaške je došlo prilikom usklađivanja s odredbom čl. 9. st. 2. DKN. Zakonodavcu je promakla pogreška koja se potkrala u verziji teksta na njemačkom jeziku.

[2582] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 57, 72; O „opredmećenim" obveznim pravima odnosno tražbinama *supra*, bilj. 259.

[2583] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 57; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 119

Uz pojam „raspolaganje“ njemačko pravo veže isključivo konsensualnu osnovu i stvarnopravni predmet. O raspolaganju *sensu stricto* ne može biti govora ako u podlozi nije ugovor. Jedino što raspolaganjem u smislu u kojem ga poznaje njemačko pravo može nastati, promijeniti se i prestati je stvarno pravo. Zahvaljujući teleološkom tumačenju zakonskog teksta u skladu s europskim pravom i pojmovnoj autonomiji njemačkog međunarodnog privatnog prava, kolizijska norma primjenjuje se i na zakonska raspolaganja (*e.g.* stjecanje sukladno čl. 24. st. 2. r. 1. dDepotG) i na raspolaganja „opredmećenim“ obveznim pravima (njem. *verdinglichte schuldrechtliche Berechtigung*).[2584] Pravna sigurnost po pitanju mjerodavnog prava potrebna je kod zakonskog jednako kao i kod ugovornog raspolaganja.[2585] Mjerodavno pravo treba se moći sa sigurnošću utvrditi za raspolaganje ne samo stvarnim pravom kakvo poznaje njemački pravni poredak već i obveznim pravom s izraženim stvarnopravnim elementima (poput opstojnosti u stečaju) koji ga gotovo „opredmećuju“ (njem. *verdinglichen*).[2586] Mogućnost primjene kolizijske norme na raspolaganja opredmećenim tražbinama ima veliku praktičnu važnost. Da to nije moguće, izvan njezinog dohvata ostala bi većina slučajeva s međunarodnim elementom koji je posljedica pohrane vrijednosnih papira u inozemstvu. U tim slučajevima njemački ulagatelj nositelj je opredmećene tražbine bilo prema njemačkoj banci kao povjereniku ili prema stranom skrbniku čiji je klijent.[2587] Osim toga,

[2584] Za primjenu kolizijskih normi iz čl. 9. st. 2. DKN i čl. 9. DFO i na zakonska prava radi osiguranja v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 309. Za primjenu kolizijske norme iz čl. 9. DFO na prava obveznopravne naravi (pod uvjetom da imaju stvarnopravna obilježja) v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 94., 96. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 375. *Cf*. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 310., koji smatra da se europske kolizijske norme tiču isključivo prava stvarnopravne naravi. *Cf*. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 101., koji smatra da se njemačka kolizijska norma primjenjuje samo na ugovorna, ne i na zakonska raspolaganja.

[2585] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 53 - 55; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 115. – 116. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 309. Kod neposredno držanih vrijednosnih papira *lex rei sitae* mjerodavno je neovisno o pravnoj osnovi raspolaganja.

[2586] Po mišljenju *Dittrich* (Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 46), takvi elementi dovoljni su za podvrgavanje nominalno obveznog prava pod stvarni statut za vrijednosne papire. Sadrži li pravo takve elemente prosuđuje se, kao o prethodnom pitanju, po materijalnim pravilima pravnog poretka na koji uputi kolizijska norma iz čl. 17a dDepotG. O tome v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 48. Po mišljenju *Egea* (Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 125.), njemačka kolizijska norma primjenjuje se na sve vrste ulagateljevih prava koja su prikladna za žiralni prijenos vrijednosnih papira, neovisno o tome jesu li stvarnopravne ili obveznopravne naravi. *Contra* Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 310. – 311., koji smatra da se kolizijska norma iz čl. 17a dDepotG ne primjenjuje na raspolaganje tražbinama dokumentiranim WR-pripisima.

[2587] Po mišljenju njemačkog zakonodavca i dijela njemačke doktrine (*Einsele*, *Wust*), kolizijska norma nije primjenjiva na njemački povjerenički žiro promet, u okviru kojeg se raspolaže tražbinama dokumentiranim WR-pripisima. *Dittrich* se s time ne slaže. Po njezinom mišljenju, ne bi bilo dosljedno kolizijsku normu primjenjivati na raspolaganja pravom ulagatelja utemeljenom na belgijskom AR-u, luksemburškom RGD-u ili američkom čl. 8. UCC 1994, a ne primjenjivati je kad je riječ o sličnom pravu ulagatelja utemeljenom na njemačkom čl. 22. dDepotG. O tome v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 50. Po mišljenju *Egea* (Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 113.), primjenu njemačke kolizijske norme na tražbine dokumentirane WR-pripisom omogućuje odnosno zahtijeva tumačenje odredbe čl. 17a dDepotG u skladu s europskim pravom. Za analognu primjenu odredbe čl. 17a dDepotG na tražbine dokumentirane WR-pripisima v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 381., 388. Za stav *Einsele*, koja - gramatički tumačeći zakonski tekst - osporava mogućnost primjene njemačke kolizijske norme na raspolaganje pravom glede vrijednosnih papira zbirno pohranjenih kod DTC-a u korist njemačkog ulagatelja v. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 126.

tumačenje zakonskog teksta striktno u skladu s njemačkim pravom nadvilo bi sjenu sumnje u njegovu potpunu usklađenost s europskim pravom, koje se – osim vlasništva vrijednosnih papira – odnosi i na prava glede vrijednosnih papira (njem. *Rechte an Wertpapieren*; engl. *rights in securities*), poput prava na isporuku ili prijenos vrijednosnih papira (njem. *das Recht auf Lieferung oder Übertragung der Wertpapiere*; engl. *rights for the delivery or transfer of the securities*).[2588]

Pojam „vrijednosni papiri" njemačko pravo izrijekom definira (čl. 1. st. 1. dDepotG).[2589] Uz „ostale vrijednosne papira ako su zamjenjivi" (njem. *sonstige Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind)*, tu spadaju dionice, udjeli u rudarskim poduzećima (njem. *Kuxe*), privremenice (njem. *Zwischenscheine*), kamatni kuponi (njem. *Zinsscheine*), kuponi za isplatu dobiti (njem. *Gewinnanteilscheine*), taloni (njem. *Erneuerungsscheine*), obveznice koje glase na donositelja ili koje su prenosive indosamentom (njem. *auf den Inhaber lautende oder durch Indossament übertragbare Schuldverschreibungen*), obveznice koje glase na ime središnjeg depozitorija (njem. *Namensschuldverschreibungen, soweit sie auf den Namen einer Wertpapiersammelbank ausgestellt wurden*) i elektronički vrijednosni papiri. Sa zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima njemačko pravo izjednačuje tzv. zbirne registarske tražbine (njem. *Sammelschuldbuchforderungen*) (čl. 6. st. 2. r. 1. BSchuWG) i zbirno upisane elektroničke vrijednosne papire (čl. 9. st. 1. eWpG).[2590] Njemačka doktrina među vrijednosne papire još svrstava isprave o udjelu odnosno potvrde o ulaganju (njem. *Anteilscheine*; *Investmentzertifikate*) koje izdaju njemačka društva za ulaganje kapitala (njem. *Kapitalanlagegesellschaften*) i potvrde o štednji (njem. *Sparbriefe*).[2591] S druge pak strane, strani nematerijalizirani financijski instrumenti kao ni strani financijski instrumenti o kojima su izdane isprave koje ne utjelovljuju prava već služe samo kao dokaz nisu vrijednosni papiri u smislu njemačkog prava.[2592] Na njih, kao i na ostale zamjenjive financijske instrumente u smislu u kakvom ih poznaje europsko pravo, kolizijska norma primjenjuje se zahvaljujući

[2588] v. čl. 9. st. 2. u svezi s preambulom br. 19 DKN. Jednako kao i vlasništvo vrijednosnih papira, ta prava na isporuku ili prijenos vrijednosnih papira dokazuju se upisom u registar, račun ili središnji depozitorij uz koji kolizijska norma veže mjerodavno pravo. O tome v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 379. *et seq*.

[2589] O razlozima za spominjanje vrijednosnih papira u kolizijskoj normi iz čl. 17a dDepotG kao alternative udjelima u zbirnom portfelju v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 110. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 308. Kolizijska norma iz čl. 17a dDepotG ne primjenjuje se na odvojeno pohranjene vrijednosne papire.

[2590] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 34; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.5, 18.79; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 33. – 34. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 60. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 146. Za primjenu kolizijske norme iz čl. 17a dDepotG na tzv. registarske zbirne tražbine (njem. *Sammelschuldbuchforderungen*) v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 111. Za njezinu primjenu na zbirno upisane elektroničke vrijednosne papire v. čl. 32. st. 1. eWpG; Einsele, Dorothee, *op.cit*. (bilj. 385), str. 56. – 58.

[2591] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 3; Scherer, Peter, *op.cit*. (bilj. 2), § 1 Rd. 33; Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 54; Bauer, Florian, *op.cit*. (bilj. 11), Rd. 18.5

[2592] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 39; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 307.

teleološkom tumačenju zakonskog teksta u skladu s europskim pravom i pojmovnoj autonomiji njemačkog međunarodnog privatnog prava u odnosu na materijalno pravo.[2593] Takvim tumačenjem izbjegavaju se prigovori neusklađenosti s europskom pravnom stečevinom.[2594] Uvjet za primjenu kolizijske norme mogućnost je trgovanja takvim financijskim instrumentima na tržištima kapitala.[2595]

Pojam „uknjižba na račun" u njemačkom pravu označava pripis na račun vrijednosnih papira, dok se pojam „upis u registar" odnosi na upis u registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira u koji se upisuje svako raspolaganje neposredno u korist stjecatelja i na teret prenositelja, koji su poimence navedeni.[2596] Zabilježba ili neki drugi način evidentiranja nije „uknjižba na račun" u smislu čl. 17a dDepotG. Nije riječ ni o „upisu u registar" u tom smislu ako se upisuju vrijednosni papiri o kojima su izdane isprave ni ako se – neovisno o obliku vrijednosnih papira - upis provodi na teret ili u korist intermedijera koji je karika skrbničkog lanca. Područje primjene kolizijske norme striktno tumačenje zakonskog teksta u skladu s njemačkim pravom svelo bi na raspolaganja za koja se provodi pripis na račun vrijednosnih papira. To je stoga što se „upisi u registar" ne provode, a zabilježbe ne uzimaju u obzir. Kako mjerodavno pravo za raspolaganje ne bi ovisilo o načinu na koji se ono knjigovodstveno evidentira, zakonski tekst tumači se teleološki u skladu s europskim pravom.[2597] Na taj način područje primjene kolizijske norme proteže se i na raspolaganja koja se ne „knjiže na račun" ni ne „upisuju u registar".[2598] Kolizijska norma primjenjuje se kako na raspolaganja koja se uopće ne evidentiraju na računu

[2593] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 36; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 109., 111. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 378. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 307. O primjeni kolizijske norme iz čl. 9. DFO na (prenosive i uknjižive) nematerijalizirane vrijednosne papire v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 93., 111.
[2594] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 35
[2595] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 307.
[2596] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 58; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 73. – 74., 116. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 127; Uvid u takav registar treba omogućiti neposredno praćenje raspolaganja. Iako je riječ o registru nematerijaliziranih vrijednosnih papira, tzv. registre dugova (njem. *Schuldbüchern*) u koji se u Njemačkoj upisuju tzv. zbirne registarske tražbine (njem. *Sammelschuldbuchforderungen*) nije registar u smislu čl. 17a dDepotG. Razlog za to činjenica je da se raspolaganja ne provode upisima u korist primatelja i na teret prenositelja jer je CBF u ulozi ovlaštenog povjerenika svakog svakodobnog stvarnog vlasnika trajno upisan kao imatelj svih registarskih zbirnih tražbina. Raspolaganja registarskim zbirnim tražbinama manifestiraju se samo uknjižbama na račune u središnjem depozitoriju ili kod međuskrbnika, što ih čini relevantnim za utvrđivanje mjerodavnog prava primjenom kolizijske norme iz čl. 17a dDepotG. Registar u smislu odredbe čl. 17a dDepotG nije ni izdavateljev registar dionica, jer je upis u taj registar relevantan isključivo za odnos upisanika (*i.e.* dioničara) i izdavatelja (*i.e.* ne i za odnos prema trećima). Prilikom donošenja odredbe čl. 9. st. 2. DKN, koja je u njemačko pravo prenesena odredbom čl. 17a dDepotG, europski zakonodavac imao je u vidu registar kojim je upravljao CRESTCo.
[2597] Za tumačenje u skladu s europskim pravom v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 64; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 325. – 326.
[2598] Za analognu primjenu odredbe čl. 17a dDepotG na takva raspolaganja v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 117., 128. U njemačkom pravu pripisi se u pravilu ne provode ni kod zasnivanja založnog prava sukladno čl. 1205 *et seq*. BGB ni kod fiducijarnog prijenosa sukladno odredbama čl. 929 r. 1., 930 BGB. O tome v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 63; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 325. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 113., 116.

vrijednosnih papira, tako i na ona koja se ne evidentiraju pripisom, već na neki drugi način (*e.g.* zabilježbom).[2599]

Upis u registar koji bi za raspolaganje imao konstitutivni učinak njemačko pravo uopće ne poznaje.[2600] Uknjižbu na račun s takvim učinkom njemačko pravo poznaje samo u jednom - za žiro promet vrijednosnih papira marginalnom - slučaju (čl. 24. st. 2. r. 1. dDepotG). Kad bi se zakonski tekst tumačio striktno u skladu s njemačkim pravom, kolizijska norma gotovo da se ne bi imala razloga primijeniti.[2601] Izvan njezinog dohvata ostala bi sva raspolaganja udjelima u zbirnom portfelju koja se temelje na pravnom poslu i provode po pravilima stvarnog prava, kojih je neusporedivo više od onih koja se temelje na zakonu i provode po pravilima depozitnog prava. Osim što ne bi bilo razloga za njezinu primjenu, kolizijska norma ne bi se – tumači li se zakonski tekst striktno u skladu s njemačkim pravom – ni mogla primijeniti. Nemogućnost primjene rezultat je nepoznavanja mjerodavnog prava, po kojem se *inter alia* prosuđuje učinak upisa odnosno uknjižbe.[2602] Da bi se kolizijska norma mogla i imala razloga primijeniti zakonski tekst treba tumačiti teleološki u skladu s europskim pravom.[2603] Jedino tako primjena joj se može protegnuti na slučajeve kad je upis odnosno uknjižba – kao što to obično biva – deklaratornog učinka.[2604] Dovoljno je da, u okviru stjecanja prava, upis odnosno uknjižba

---

[2599] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 379. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 326., 336. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 64

[2600] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 59; Raspolaganja tzv. zbirnim registarskim tražbinama (njem *Sammelschuldbuchforderungen*) uknjiženim u tzv. registar dugova (njem. *Schuldbuch*) ne upisuju se u registar u smislu odredbe čl. 17a dDepotG. Ni raspolaganja dionicama ne zahtijevaju upis u registar dionica sukladno odredbi čl. 67. st. 1. i st. 2. AktG. Taj upis relevantan je samo za odnos dioničara prema društvu, ne i za odnos prema trećima. *Cf*. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 127; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 116. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 381.

[2601] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 59 – 60; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 127; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 101. Gößmann, Wolfgang; Klanten, Thomas, *op.cit*. (bilj. 55), § 72 Rn. 110; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 75., 114. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 254. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 320. Za sličnu argumentaciju u kontekstu austrijskog prava (čl. 33a IPRG) v. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 9.

[2602] Zbog toga *Rögner* (Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 127) odredbu čl. 17a dDepotG svrstava među *leges imperfecta*. Zakonski tekst vodi u *circulus vitiosus* jer utvrđivanje mjerodavnog prava čini ovisnim o učinku koji se prosuđuje upravo po tom mjerodavnom pravu, koje tek treba utvrditi. O tome v. i Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-4. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 379. – 380. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 123. - 124. Einsele, Dorothee, Modernising, *op.cit*. (bilj. 105), str. 254. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 407. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 319. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 383. Za primjenu kolizijske norme dovoljno je da su vrijednosni papiri *de facto* upisani u registar odnosno uknjiženi na račun neovisno o pravnom učinku takvog upisa odnosno uknjižbe. Za sličnu argumentaciju u kontekstu austrijskog prava (čl. 33a IPRG) v. Schacherreiter, Judith, *op.cit*. (bilj. 15), str. 339. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 9.

[2603] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 127; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 114. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 382.

[2604] Za europsko pravo v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 62; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 74. – 75., 103., 114. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 322. – 324. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 370. – 371. Odredba čl. 9. st. 2. DKN verzije na engleskom jeziku ne zahtijeva da se pravo na vrijednosnom papiru konstitutivno uknjiži ili upiše već samo da se „pravno registrira" (engl. *legally recorded*), što – po mišljenju *Dittrich* - znači da upis

ispunjavaju funkciju koju kod neposredno držanih vrijednosnih papira ima predaja isprava.[2605] Kolizijska norma ne može se primijeniti na slučajeve u kojima upis odnosno uknjižba nema ama baš nikakvo značenje za raspolaganje pravom na posredno držanim vrijednosnim papirima (*e.g.* kod odvojene pohrane ili kad je riječ o upisu u registar dionica).[2606]

Poveznica (njem. *Anknüpfunsmoment*) kolizijske norme iz čl. 17a dDepotG država je koja nadzire vođenje registra u kojem je proveden konstitutivni upis neposredno u korist primatelja raspolaganja ili u kojoj se nalazi skrbnikova glavna ili sporedna poslovnica (njem. *Haupt- oder Zweigstelle*) koja je provela konstitutivni pripis u korist primatelja raspolaganja.[2607] Veza s tom državom nije samo najuža već je nerijetko jedina jer, osim upisa u registar odnosno uknjižbe na račun, u većini slučajeva ne postoji drugi dokaz ulagateljevog prava.[2608] Nije relevantna država iz koje se vodi registar već ona koja nadzire njegovo vođenje.[2609] Budući da se vođenje (uključujući pomoćne odnosno tehničke usluge koje su za to potrebne) može protegnuti na više država, oslanjanje na nadzor – koji može provoditi samo jedna - pospješuje pravnu sigurnost i predvidivost.[2610] Upis u registar relevantan je samo ako je proveden neposredno u korist primatelja raspolaganja (*i.e.* onog u čiju korist se raspolaže). Ako u registar nije upisan primatelj raspolaganja osobno već njegov povjerenik, mjerodavno pravo utvrđuje se s osloncem na uknjižbu na račun. Kod skrbničkog lanca relevantna je samo (zadnja) uknjižba u korist primatelja raspolaganja (koju provede njegov neposredni skrbnik).[2611]

---

odnosno uknjižba trebaju biti u skladu sa zakonom (njem. *gesetzlich*) odnosno pravom (njem. *rechtmäßig*). Čak i iz recitala br. 19 verzije DKN na njemačkom jeziku proizlazi da odredba čl. 9. st. 2. DKN vrijedi za registar, račun ili središnji sustav pohrane kojim se dokazuje (njem. *belegt*) vlasništvo relevantnih vrijednosnih papira odnosno pravo na isporuku ili prijenos vrijednosnih papira. Na tom tragu je i odredba čl. 2. st. 1. t. g. DFO, koja jedinim kvalifikacijskim kriterijem za status žiralnog vrijednosnog papira proglašava mogućnost dokazivanja (njem. *nachgewiesen*; engl. *evidenced*) vlasničkih odnosa upisom u registar ili uknjižbom na račun.

[2605] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 382. Riječ je, stoga, o upisima odnosno uknjižbama koje služe samo dokumentiranju materijalnopravno valjanog stjecanja prava.

[2606] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 324. Po mišljenju *Wusta*, upis odnosno uknjižba treba – funkcionalno gledano - nadomjestiti predaju isprava o vrijednosnim papirima. O tome v. i Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 371. - 372., 382.

[2607] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 33; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 120. O razlozima odstupanja od europskog prava, koje upućuje na lokaciju računa v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 334. Po *Wustovom* mišljenju, lakše je locirati poslovnicu skrbnika koja je provela pripis.

[2608] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 72; *cf*. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd.125

[2609] Po tome se njemačko pravo razlikuje od europskog uzora. Za razliku od poveznica iz čl. 17a dDepotG, poveznice iz čl. 9. st. 2. DKN i čl. 9. u svezi s čl. 2. st. 1. t. (h) DFO ne pridaju značenje nadzoru već samom vođenju registra odnosno upisu u registar.

[2610] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 66; Lokacija pružatelja pomoćnih odnosno tehničkih usluga potrebnih za provedbu upisa, za koje sudionici raspolaganja u pravilu ne znaju, ne treba imati nikakvu ulogu kod utvrđivanja mjerodavnog prava. Isto vrijedi i u europskom pravu.

[2611] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 68; Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 125; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 379. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 333. – 334. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 386. Više je razloga koji govore u prilog relevantnosti zadnje uknjižbe. To je, u prvom redu, europsko pravo. Iako to

Kolizijskopravnu relevantnost te uknjižbe ne dovodi u pitanje njezina (možebitna) materijalnopravna irelevantnost.[2612] Račun vodi ona poslovnica skrbnika koja klijentu u svoje ime šalje izvatke o stanju na računu (njem. *Depotauszüge*) ili potvrde o imovini na skrbništvu (njem. *Depotverwahrerklärung*).[2613] Kao ni kod upisa u registar, ni kod uknjižbe na račun ne uzimaju se u obzir pružatelji pomoćnih odnosno tehničkih usluga vezanih uz vođenje računa.

U iznimnim slučajevima kad raspolaganje ne prati ni upis u registar u korist primatelja raspolaganja ni uknjižba na njegov račun vrijednosnih papira, kao poveznica uzima se račun ili registar kojim se dokazuje pravo onog u čiju korist se raspolaže.[2614] Riječ je o analognoj primjeni odredbe čl. 17a dDepotG u skladu s europskim pravom. Saldo na računu onog koji raspolaže ili stanje upisa u registru provedenih u njegovu korist u tom je slučaju pokazatelj stvarnog postojanja i opsega prava onog u čiju korist se raspolaže.[2615] Kad se takvo raspolaganje provodi u svrhu osiguranja mjerodavno je pravo države koja nadzire vođenje registra u koji je upisano založeno ili preneseno pravo onoga koji raspolaže odnosno u kojoj se nalazi poslovnica skrbnika koja vodi račun na kojem je uknjiženo pravo onoga koji raspolaže.[2616]

Formulacija kolizijske norme iz čl. 17a dDepotG ostavila je prostor za raspravu o kojem kolizijskopravnom pristupu je riječ. Provedba upisa u registar vođenje kojeg nadzire Njemačka ili uknjižbe na račun koji vodi poslovnica skrbnika smještena u Njemačkoj i u svezi sa stranim vrijednosnim papirima pohranjenim u inozemstvu može navesti na zaključak da se raspolaganje pravima glede tih vrijednosnih papira prosuđuje isključivo i u cijelosti po njemačkom pravu.[2617] U podlozi takvog zaključka uvjerenje je da se raspolaganje ne provodi među karikama skrbničkog lanca već isključivo između otuđitelja i stjecatelja te da uknjižbe na karikama skrbničkog lanca koje se ne provode „neposredno u korist primatelja raspolaganja“ nisu relevantne kod upućivanja na mjerodavno pravo za prosudbu stvarnopravnih učinaka

izrijekom ne proizlazi iz odredbe čl. 9. st. 2. DKN, *Dittrich* smatra da relevantnost (zadnje) uknjižbe u korist primatelja raspolaganja proizlazi iz odredbe čl. 9. u svezi s odredbom čl. 2. st. 1. t. (h) DFO. Povrh toga, to je njemačka kolizijska norma za *res in transitu*. Poput kolizijske norme za zbirno pohranjene vrijednosne papire, i ona sadrži poveznicu koja se oslanja na (zadnju) uknjižbu primatelju raspolaganja. Treći razlog izbjegavanje je mjerodavnosti više različitih materijalnih prava. Naposlijetku, u obrazloženju prijedloga zakona provlači teza da je stranama jednostavno utvrditi i ispuniti pretpostavke za valjanost raspolaganja koje zahtijeva pravo primatelja.

[2612] Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 408. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 127

[2613] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 68; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 125. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 334. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 386.

[2614] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 69; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 334., 336. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 386.

[2615] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 64

[2616] Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 69; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 379. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 407. – 408.

[2617] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 119, 130; Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 47., 54. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 331., 410. Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 408.

raspolaganja. Utvrđivanje jednog mjerodavnog prava za raspolaganje duž cijelog skrbničkog lanca, neovisno o broju i lokaciji njegovih karika, odlika je tzv. super pristupa mjesta relevantnog intermedijera (Super-PRIMA). *Rögner* se protivi takvom tumačenju odredbe čl. 17a dDepotG, koje bi primjenu njemačkog prava potegnulo i na *e.g.* uknjižbu koju DTC u svojim evidencijama provede u korist CBF-a kreiravši time ovlast na vrijednosne papire kad je krajnji stjecatelj prava klijent njemačkog skrbnika.[2618] Po njegovom mišljenju, pravni položaj na svakoj kariki skrbničkog lanca treba promatrati odvojeno primjenjujući pravo koje je utvrđeno kao mjerodavno za tu kariku skrbničkog lanca. Takvo tumačenje odredbe čl. 17a dDepotG odgovara pristupu mjesta relevantnog intermedijera, koje je – po *Rögneru* – zaživjelo i u njemačkom pravu. Mjerodavnost njemačkog prava kad je riječ o upisu ili uknjižbi „neposredno u korist primatelja raspolaganja" zbog provedbe u registar vođenje kojeg nadzire Njemačka ili na račun koji vodi poslovnica skrbnika locirana u Njemačkoj ne isključuje mjerodavnost nekog drugog prava kad je riječ o uknjižbi u korist imatelja računa na nekoj drugoj kariki skrbničkog lanca. S time se ne slaže *Wust*, koji smatra da se mjerodavno pravo može utvrđivati za pojedinu kariku skrbničkog lanca samo ako učinci prava imatelja računa, za koje se utvrđuje mjerodavno pravo, ne nadilaze tu kariku skrbničkog lanca, što nije slučaj u njemačkom pravu.[2619] Po mišljenju *Wusta*, kolizijskopravni pristup „korak-po-korak" ne može se primijeniti u pravnim poretcima u kojima pripisom na svoj račun koji vodi najniža karika skrbničkog lanca stjecatelj stječe neposredno stvarno prava na vrijednosnim papirima koji su zbirno pohranjeni kod najviše karike tog lanca.

9.4.2 Austrijsko pravo

Za pravnu narav, sadržaj i stjecanje stvarnih prava na žiralnim vrijednosnim papirima u smislu odredbe čl. 3. st. 1. t. 7. FinSG (njem. *im Effektengiro übertragbare Wertpapiere*) te stjecanje posjeda žiralnih vrijednosnih papira austrijska kolizijska norma upućuje na materijalno pravo države u kojoj se vodi relevantni račun u smislu odredbe čl. 3. st. 1. t. 8. FinSG (čl. 33a. st. 1. öIPRG). To pravo mjerodavno je za prosudbu je li vlasništvo ili drugo stvarno pravo na žiralnim vrijednosnim papirima ustuknulo pred vlasništvom ili drugim

[2618] Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 119, 129; Po mišljenju *Rögnera*, povezivanje s konstitutivnom uknjižbom u korist krajnjeg stjecatelja može biti praktično za ograničeno područje primjene *ratione materiae* i *ratione personae* DKN, ali je istovremeno problematično za (među)raspolaganja u višestupanjskom prekograničnom sustava za pohranu. Upućivanje na jedno mjerodavno pravo za cjelokupni prijenos ne bi se, po njegovom mišljenju, moglo provesti u praksi. O tome slično i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 336. – 338., 447. Za oprečno tumačenje (kojem se *Rögner* protivi) v. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 47. - 48., 54. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 447.

[2619] Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 447. Odredbu čl. 17a dDepotG *Wust* kritizira smatrajući da ne sadrži prikladnu kolizijsku normu za prekogranično raspolaganje stvarnim pravom na vrijednosnim papirima.

stvarnim pravom treće osobe odnosno je li ga podredilo u redoslijedu prvenstva odnosno je li došlo do *bona fide* stjecanja (čl. 33a st. 2. t. 1. öIPRG), kao i za prosudbu koraka koji su nužni za unovčenje žiralnih vrijednosnih papira nakon nastupa povoda za naplatu u smislu odredbe čl. 3. st. 1. t. 12. FinSG (čl. 33a st. 2. t. 2. öIPRG).[2620] Žiralni vrijednosni papir je financijsko osiguranje u vidu financijskih instrumenata upisanih u registar ili uknjiženih na depozitni račun koji vodi intermedijer ili koji se vodi za intermedijera (čl. 3. st. 1. t. 7. FinSG).

Iako se, striktno gledano, kategorija vezivanja kolizijske norme iz čl. 33a öIPRG tiče isključivo financijskog osiguranja, doktrina (*Iro, Verschraegen, Kammel*, *Jergitsch*, *Palla* i *Jöllinger*) zakonski tekst tumači ekstenzivno proširujući doseg njezine primjene na sva apsolutna prava na vrijednosnim papirima pohranjenim kod skrbnika koji u državi u kojoj se vodi relevantni račun upravlja žiro prometom vrijednosnih papira (*i.e.* kod središnjeg depozitorija), neovisno o identitetu njihovog nositelja.[2621] Takvim tumačenjem, koje ne mari za zakonska ograničenja *ratione materiae et personae*, otpada potreba za primjenom neke druge kolizijske norme i možebitno upućivanje na neko drugo materijalno pravo za pitanja koja se tiču držanja odnosno raspolaganja zbirno pohranjenim vrijednosnom papirima, a nisu obuhvaćena zakonskim tekstom.

Poveznica kolizijske norme iz čl. 33a. st. 1. öIPRG država je u kojoj se vodi relevantni račun u smislu odredbe čl. 3. st. 1. t. 8. FinSG. Relevantni račun je registar u koji je proveden upis ili depozitni račun na kojem je provedena uknjižba temeljem koje(g) primatelj osiguranja stječe žiralne vrijednosne papire, čak i ako registar odnosno račun vodi sam primatelj osiguranja (čl. 3. st. 1. t. 8. FinSG). Račun je relevantan zbog učinka koji upis odnosno uknjižba ima na stjecanje prava. Tumači li se zakonski tekst gramatički, taj učinak treba biti konstitutivan („upis odnosno uknjižba temeljem koje(g) primatelj osiguranja stječe žiralne vrijednosne papire“). Doktrina se protivi takvom tumačenju imajući u vidu činjenicu da u austrijskom pravu upis odnosno uknjižba u pravilu nema takav učinak.[2622] Po mišljenju *Ire* i *Schacherreiter*, nije nužno da se uknjižbom stekne pravo već je dovoljno da se njome dokumentira valjano stjecanje

[2620] Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-4
[2621] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/157; Kammel *et al.*, *op.cit.* (bilj. 2), str. 7-3; Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 514. Schacherreiter, Judith, *op.cit*. (bilj. 15), str. 336., 337., 339. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 6
[2622] Za učinak uknjižbe u austrijskom pravu v. Schacherreiter, Judith, *op.cit*. (bilj. 15), str. 338. O konstitutivnosti uknjižbe u austrijskom pravu može biti govora samo utoliko što je, kao akt izmijenjene volje za detencijom na temelju posjedovne upute, nužna pretpostavka za valjani prijenos posjeda i prava na stjecatelja. O tome v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/161. O neprimjenjivosti odredbe u slučaju restriktivnog tumačenja zakonskog teksta v. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-5.

prava.[2623] Deklaratorni učinak uknjižbe nije smetnja za relevantnost računa na kojem je ta uknjižba provedena. O kojem je konkretno računu riječ kad – kao što je to obično slučaj - više skrbnika sudjeluje u transakciji u pravnoj književnosti postoje različita shvaćanja. Zakonodavac i dio doktrine relevantnim smatraju račun stjecatelja kod njegovog skrbnika.[2624] Takvo shvaćanje ne iznenađuje ima li se u vidu da – po mišljenju tog dijela doktrine - austrijsko pravo učinke stjecanja načelno veže uz uknjižbu u evidencijama stjecateljevog neposrednog skrbnika. Drugi dio doktrine (*Iro*) protivi se takvom shvaćanju zagovarajući relevantnost računa kod institucije koja upravlja žiro prometom vrijednosnih papira (*i.e.* kod središnjeg depozitorija).[2625] Kad bi relevantan bio račun kod stjecateljevog skrbnika, prenositeljevo višekratno raspolaganje moglo bi - po mišljenju *Ire* - rezultirati mjerodavnošću različitih prava i posljedično dovesti do nerješivih sukoba zakona.[2626]

Za prava radi osiguranja na vrijednosnim papirima koje su u sustav za isporuku i obračun vrijednosnih papira isporučili članovi, operateri sustava, središnja banka države članice ili ECB u austrijskom pravu mjerodavno je: ako su prava nastala upisom u registar, pravo države u kojoj se nalazi taj registar (čl. 18. t. 1. FinalitätG); ako su prava nastala uknjižbom koju je proveo središnji depozitorij, pravo države u kojoj se nalazi taj središnji depozitorij (čl. 18. t. 2. FinalitätG); ako su prava nastala uknjižbom na račun, pravo države u kojoj se nalazi taj račun (čl. 18. t. 3. FinalitätG).

Kategorija vezivanja kolizijske norme iz čl. 18. FinalitätG stjecanje je prava radi osiguranja na vrijednosnim papirima od strane izrijekom pobrojanih osoba.[2627] Zakonski tekst doktrina tumači restriktivno pa je kolizijska norma iz čl. 18. FinalitätG uskog područja primjene.

[2623] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/161; Schacherreiter, Judith, *op.cit*. (bilj. 15), str. 340.

[2624] Iz obrazloženja prijedloga FinSG proizlazi da je za utvrđivanje mjerodavnog prava relevantan depozitni račun stjecatelja „jer on pravo stječe tek uknjižbom na svoj depozitni račun". Do istog zaključka dolazi dio doktrine relevantnim smatrajući „račun iz kojeg proizlazi ekonomsko vlasništvo", što je kod prijenosa prava na vrijednosnim papirima račun koji za stjecatelja vodi njegova „kućna" banka (njem. *Hausbank*) jer tek ona provodi uknjižbu neposredno za stjecatelja. O tome v. Iro, Gert, *op.cit.* (bilj. 2), Rd. 4/158; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-5. Neumayr, Matthias, u: Koziol *et al.*, Kurzkommentar zum ABGB, § 33a Rd. 1, 2; Schacherreiter, Judith, *op.cit*. (bilj. 15), str. 340. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 9.

[2625] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/160; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-6; Pritom nije važno drži li vrijednosne papire središnji depozitorij na pohrani kod sebe ili ih je prepustio drugome. Ako u transakciji sudjeluje više takvih središnjih depozitorija jedan pored drugog i svaki od njih provodi odgovarajuće uknjižbe, mjerodavno je pravo države u kojoj sjedište ima onaj koji provede pripis na depozitni račun na kojem su – makar preko međuskrbnika - uknjiženi udjeli u zbirnom portfelju stjecatelja.

[2626] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/159

[2627] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/162; Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-8. Verschreagen, Bea, u: Rummel, Peter (ured.), *op.cit*. (bilj. 15), Rd. 12

Poveznica kolizijske norme iz čl. 18. FinalitätG država je u kojoj se nalazi registar, središnji depozitorij ili račun upisom odnosno uknjižbom u koji je nastalo pravo. Iako tako ne proizlazi iz zakonskog teksta tumači li ga se gramatički, veza s tom državom postoji i ako učinak takvog upisa odnosno uknjižbe nije konstitutivan za nastanak prava. Po mišljenju doktrine (*Iro*), pravo te države mjerodavno je i ako upis odnosno uknjižba djeluje deklaratorno dokumentirajući relevantni postupak stjecanja.[2628]

Za razliku od njemačkog prava, koje – po mišljenju dijela doktrine (*Dittrich*, *Chun*, *Segna*) – kolizijsku normu za raspolaganja suvlasničkim dijelom zbirnog portfelja proteže na raspolaganja opredmećenom tražbinom dokumentiranom WR-pripisom, austrijsko pravo na raspolaganja takvom tražbinom primjenjuje kolizijsku normu za obvezne odnose.[2629]

9.5 Američko pravo

Do novele čl. 8. UCC iz 1994. godine američko pravo nije sadržavalo posebnu kolizijsku normu za pitanja koja se tiču raspolaganja pravom glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. Usprkos tome što je ulagatelj uživao status suvlasnika zbirnog portfelja i što je za stjecanje suvlasničkog dijela bio potreban upis u evidencije intermedijera, mjerodavno pravo utvrđivalo se primjenom kolizijskih normi oblikovanih za pojedinačno određene vrijednosne papire koji se drže neposredno. Riječ je o kolizijskim normama koje su, oslanjajući se na pristup mjesta gdje leži stvar, upućivale na pravo pravnog poretka u kojem su se u relevantnom trenutku nalazile isprave o vrijednosnim papirima odnosno u kojem je ustrojen izdavatelj nematerijaliziranih vrijednosnih papira.[2630]

[2628] Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/162

[2629] Za njemačko pravo v. Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 50; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 378. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 381., 388. *Contra* Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 140. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 271., 310. Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht, *op.cit*. (bilj. 22), str. 442. - 443., Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 101., koji većinom smatraju da je za takvu tražbinu mjerodavan ugovorni, odnosno cesijski statut. O oprečnim shvaćanjima u njemačkoj pravnoj književnosti v. i Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 405. Za austrijsko pravo v. Iro, Gert, *op.cit*. (bilj. 2), Rd. 4/155.

[2630] Za prava i obveze izdavatelja vezano uz upis prijenosa materijaliziranog vrijednosnog papira u njegovom registru, za upis prijenosa, zalaganja i otpuštanja zaloga nematerijaliziranog vrijednosnog papira te za učinak takvog upisa kolizijska norma iz odredbe § 8-106 UCC 1978 upućivala je na pravo (uključujući kolizijske norme) pravnog poretka u kojem je izdavatelj ustrojen. Za perfektuiranje prava radi osiguranja na vrijednosnim papirima, kao i za učinak perfektuiranja odnosno neperfektuiranja kolizijska norma iz odredbe § 9-103(3) UCC 1978 upućivala je na pravo mjesta gdje su se vrijednosni papiri o kojima su izdane pojedinačne isprave nalazili u trenutku poduzimanja posljednje radnje relevantne za perfektuiranje, dok je kolizijska norma iz odredbe § 9-103(6) UCC 1978 upućivala na pravo pravnog poretka u kojem je izdavatelj pojedinačnih nematerijaliziranih vrijednosnih papira ustrojen. O tome v. Guynn, Randall D., *op.cit*. (bilj. 10), str. 30. - 31. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1457. – 1458.

Teškoće s praktičnom primjenom poveznice *situs rei sitae* osvijestile su potrebu za uvođenjem posebne kolizijske norme u zakonski tekst.[2631] Kodifikacija nešto drugačije naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira stala je na put daljnjem odgađanju zakonodavne intervencije.[2632] Novelom čl. 8. UCC iz 1994. godine američko pravo obogaćeno je kolizijskom normom koja upućuje na „lokalno pravo intermedijerovog pravnog poretka" (engl. *local law of the securities intermediary's jurisdiction*) (§ 8-110(b) UCC 1994).[2633] Osim što je mjerodavno za stjecanje ovlasti od intermedijera (§ 8-110(b)(1) UCC 1994) te za prava i obveze intermedijera i ovlaštenika koje proizlaze iz ovlasti (§ 8-110(b)(2) UCC 1994), to pravo daje odgovore na pitanja ima li intermedijer obveze prema nositelju konkurirajućeg prava na ovlasti (§ 8-110(b)(3) UCC 1994) te može li se zahtjev utemeljen na konkurirajućem pravu usmjeriti protiv osobe koja je ovlast stekla od intermedijera ili osobe koja je ovlast ili pravo na ovlasti stekla od ovlaštenika (§ 8-110(b)(4) UCC 1994). Kad nije riječ o perfektuiranju prava radi osiguranja na investicijskoj imovini podnošenjem financijske izjave ni o automatskom perfektuiranju prava radi osiguranja na investicijskoj imovini, lokalno pravo intermedijerovog pravnog poretka mjerodavno je i za perfektnost prava radi osiguranja na ovlasti na vrijednosne papire, učinak perfektnosti odnosno imperfektnosti te za mjesto prava radi osiguranja na ovlasti ili računu vrijednosnih papira u redoslijedu prvenstva (§ 9-305(a)(3) UCC 2010).[2634]

Poveznica američke kolizijske norme intermedijerov je pravni poredak (eng. *securities intermediary's jurisdiction*). O kojem konkretno poretku je riječ ovisi primarno o suglasnoj volji intermedijera i njegovog klijenta, a podredno o nekim objektivnim okolnostima koje se tiču intermedijera. Odrednice intermedijerovog pravnog poretka postavljene su kaskadno tako da objektivne dolaze na red samo ako se subjektivna ne može primijeniti i to tako da se kasnija

[2631] Za teškoće povezane s određivanjem mjerodavnog prava oslanjajući se na poveznicu *situs rei sitae* v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1458. - 1459. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 2), § 5 Rd. 124; Vaaler, Bryn R., *op.cit*. (bilj. 5), str. 274.

[2632] Lokacija vrijednosnih papira mogla je biti relevantna za utvrđivanje mjerodavnog prava dok je predmet raspolaganja bilo neposredno stvarno pravo na tim vrijednosnim papirima. Za tezu da se ovlast na vrijednosne papire nalazi tamo gdje je smješten intermedijer koji direktno pruža uslugu svoj klijentu v. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.55; Alexander, Kern, *op.cit*. (bilj. 8), str. 14. O upućivanju na posebno oblikovani ugovorni statut kao posljedici obveznopravne naravi ovlasti na vrijednosne papire v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 264.

[2633] Upućivanjem na „lokalno" pravo izbjegava se *renvoi*. O tome v. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M.; Smith Edwin E., *op.cit*. (bilj. 2417), str. 3. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 241.

[2634] Za perfektuiranje prava radi osiguranja na investicijskoj imovini podnošenjem financijske izjave i automatsko perfektuiranje prava radi osiguranja na investicijskoj imovini ne vrijedi lokalno pravo intermedijerovog pravnog poretka već lokalno pravo pravnog poretka u kojem se nalazi dužnik (engl. *local law of the jurisdiction in which the debtor is located*) (§ 9-305(c)(1) i (2) UCC 1999). O tome v. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 60. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 223. Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole, *op.cit*. (bilj. 788), str. 196. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 247. - 249.

uzima u obzir samo ako nema mogućnosti za primjenu ranije. Pravni poredak intermedijera je, u prvom redu, onaj koji su intermedijer i ovlaštenik izrijekom naveli u svom ugovoru o računu vrijednosnih papira (§ 8-110(e)(1) UCC 1994).[2635] Prilikom odabira pravnog poretka ugovorne strane ne podliježu nikakvim ograničenjima.[2636] Mogućnost odabira logična je posljedica dominantno obveznopravne naravi ovlasti na vrijednosne papire.[2637] Ako ga nisu izrijekom ugovorili, kao intermedijerov pravni poredak vrijedi onaj pravo kojeg su intermedijer i ovlaštenik izrijekom odabrali kao mjerodavno za taj ugovor (§ 8-110(e)(2) UCC 1994). Ako u ugovoru o računu intermedijer i ovlaštenik nisu izrijekom odredili intermedijerov pravni poredak niti su za taj ugovor izrijekom odabrali mjerodavno pravo, ali su u njemu naveli da račun vrijednosnih papira vodi poslovnica u određenom pravnom poretku, taj pravni poredak uzima se kao intermedijerov pravni poredak (§ 8-110(e)(3) UCC 1994). Ako u ugovoru o računu intermedijer i ovlaštenik nisu izrijekom odredili intermedijerov pravni poredak niti su za taj ugovor izrijekom odabrali mjerodavno pravo niti su u tom ugovoru naveli da račun vodi poslovnica u određenom pravnom poretku, intermedijerov pravni poredak onaj je u kojem se nalazi poslovnica koja, prema podacima iz potvrde o stanju na računu, poslužuje ovlaštenikov račun vrijednosnih papira (§ 8-110(e)(4) UCC 1994).[2638] Ako u ugovoru o računu intermedijer i ovlaštenik nisu izrijekom odredili intermedijerov pravni poredak niti su za taj ugovor izrijekom odabrali mjerodavno pravo niti su u njemu naveli da račun vodi poslovnica u određenom pravnom poretku niti iz potvrde o stanju na računu proizlazi koja poslovnica poslužuje ovlaštenikov račun vrijednosnih papira, intermedijerov pravni poredak onaj je u kojem se nalazi intermedijerova glavna izvršna poslovnica (§ 8-110(e)(5) UCC 1994). Pravni poredak intermedijera ne određuje mjesto na kojem se nalaze isprave koje predstavljaju financijsku imovinu ni pravni poredak u kojem je ustrojen izdavatelj financijske imovine na koju se odnosi ovlast ni mjesto gdje se nalazi oprema za obradu podataka ili drugo evidentiranje koje se tiče računa vrijednosnih papira (§ 8-110(f) UCC 1994).

Upućivanje na lokalno pravo intermedijerovog pravnog poretka predstavlja zaokret u odnosu na kolizijskopravni pristup kakav je dotad poznavalo američko pravo. Stupanjem na

[2635] Subjektivnu odrednicu *Chun* smatra prirodnom posljedicom materijalnopravnog poimanja ovlasti na vrijednosne papire, kao tražbine prema relevantnom intermedijeru. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 381., 386. Slično i Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 160. za opravdanje subjektivne odrednice v. i Mooney Jr., Charles W., Law and Systems, *op.cit*. (bilj. 5), str. 27.
[2636] Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 58. – 59. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 222. Gruson, Michael, *op.cit*. (bilj. 5), str. 50. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1234.
[2637] Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 244.
[2638] O nepostojanju pandana među sporednim konvencijskim kolizijskim normama v. Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1235.

snagu novele čl. 8. UCC iz 1994. godine pristup mjesta gdje leži stvar izgubio je na važnosti kad je riječ o zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima.[2639] U prvi plan iskočio je, po mišljenju *Potoka*, „tip II" PRIMA-e odnosno, po mišljenju *Rogersa*, „(čisti) pristup ugovora" (engl. *(pure) agreement approach*), koji *Chun* i *Ege* nazivaju „pristupom ugovora o računu" (engl. *account agreement approach*)[2640]. Različita mišljenja rezultat su razlika u poimanju dva kolizijskopravna pristupa. Pridavanje isključive važnosti relevantnom intermedijeru uz istovremeno zanemarivanje vrijednosnih papira *Potoku* je dovoljno za zaključak da je riječ o „tipu" pristupa mjesta relevantnog intermedijera.[2641] Restriktivnije poimanje pristupa mjesta relevantnog intermedijera skopčano s neograničenom mogućnosti izbora mjerodavnog prava naveli su *Rogersa* na zaključak da je riječ o ortodoksnom primjeru pristupa stranačke autonomije.[2642]

Sloboda izbora mjerodavnog prava nije naišla na odobravanje svih dijelova američke doktrine. *Hakes* je kritizira zbog stavljanja u nepovoljan položaj onih koji polažu konkurirajuća prava a nisu strana ugovora o računu.[2643] Načelna nedostupnost tog ugovora (*i.e.* nemogućnost samostalnog uvida u njegov sadržaj) onemogućuje takve osobe da promptno i sa sigurnošću utvrde mjerodavno pravo. Položaj bi im, po mišljenju *Hakesa*, bio povoljniji kad bi se mjerodavno pravo utvrđivalo pomoću objektivne, lako utvrdive poveznice, poput lokacije intermedijerovog sjedišta. Zahvaljujući načelnoj dostupnosti ugovora o računu, položaj osiguranog vjerovnika povoljniji je od položaja putativnog nositelja konkurirajućeg prava, iako nije posve zaštićen ako bez njegovog znanja i suglasnosti strane ugovora o računu mogu izmijeniti mjerodavno pravo i ako zbog takve izmjene perfektno pravo radi osiguranja može postati imperfektno.[2644]

Od 1. travnja 2017. godine Haška konvencija dio je američkog pravnog poretka s jačom pravnom snagom od čl. 8 i čl. 9. UCC-a.[2645]

[2639] Po mišljenju *Dittrich* (Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 14) američko pravo - za razliku od belgijskog i luksemburškog - ne oslanja se na fikciju da je mjesto gdje se vodi račun ujedno mjesto na kojem se nalaze vrijednosni papiri. *Contra Rogers* (Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1460.), koji smatra da zakonske odredbe lociraju kolateral u mjesto gdje se vodi račun vrijednosnih papira.

[2640] Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 402. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 158. – 159.

[2641] Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 212. Po mišljenju *Potoka*, PRIMA označava nedopuštenost „proboja", a ne nužno pridavanje presudne važnost konkretnoj lokaciji. Za tezu da je riječ o varijaciji PRIMA-e v. i Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 58., 60. 64. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 40., 221.

[2642] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 29. Riječ je o pristupu po kojem ulagatelj i intermedijer slobodno izabiru mjerodavno pravo ne obazirući se pritom na to posluje li intermedijer u državi čije pravo su izabrali i uključuje li to poslovanje vođenje računa vrijednosnih papira.

[2643] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 707.

[2644] Hakes, Russell A., *op.cit*. (bilj. 5), str. 708.

[2645] Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 256.

9.6 Švicarsko pravo

U švicarskom pravu kolizijske norme iz Haške konvencije vrijede kao švicarske kolizijske norme.[2646] Za knjižne efekte mjerodavno je pravo na koje uputi Haška konvencija (čl. 108*c* SPILA). Osim što ju je ratificirao, švicarski zakonodavac direktno je ugradio Hašku konvenciju u švicarski pravni korpus prije njezinog stupanja na snagu na međunarodnoj razini.[2647] Za potrebe međunarodnog privatnog prava pojam „knjižni efekti" sadržajno odgovara pojmu „vrijednosni papiri pohranjeni kod intermedijera" iz Haške konvencije (čl. 108*a* SPILA). Lišivši ga sadržaja koji mu daje švicarsko materijalno pravo (čl. 3. FISA), zakonodavac je - po mišljenju *Guillaume* - omogućio primjenu kolizijske norme na strane pravne institute nepoznate švicarskom materijalnom pravu.[2648] Među vrijednosne papire pohranjene kod intermedijera u smislu Haške konvencije spadaju i knjižni efekti u smislu FISA-e.[2649] Ugradnja Haške konvencije u švicarski pravni korpus problematična je zbog nesklada između konvencijskih kolizijskih normi, koje počivaju na pristupu „korak - po - korak", i švicarskog materijalnog prava, koje predviđa direktan prijenos i derivativno stjecanje tražbina i članskih prava prema izdavatelju.[2650]

9.7 Haška konvencija

Haška konvencija sadrži četiri kolizijske norme za zbirno pohranjene vrijednosne papire.[2651] Više ih je jer su u tom slučaju veći izgledi za brzo i sigurno utvrđivanje mjerodavnog prava nego što bi bili da je samo jedna. Među konvencijskim kolizijskim normama postoji hijerarhija. Jedna od njih je glavna, dok su tri sporedne. Do primjene sporednih konvencijskih kolizijskih normi može doći samo ako se mjerodavno pravo ne utvrdi primjenom glavne konvencijske kolizijske norme.[2652] Sporedne konvencijske kolizijske norme poredane su

[2646] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Conflict of Laws – Prel. Remarks Rd. 9

[2647] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 108*c* SPILA Rd. 7, Art. 19 HSC Rd. 2; Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 295; Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 960. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 510. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 281. Švicarska je prva država koja je ratificirala Hašku konvenciju deponiranjem isprave o ratifikaciji 14. rujna 2009. godine. Na međunarodnoj razini Haška konvencija stupila je na snagu više od sedam godina nakon što se počela primjenjivati u Švicarskoj.

[2648] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 108*a* SPILA Rd. 4

[2649] Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 961. Hess, Martin, Friedrich, Alain, *op.cit*. (bilj. 14), str. 107.

[2650] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 511. – 512.

[2651] O neprimjenjivosti konvencijskih kolizijskih normi na odvojeno pohranjene vrijednosne papire v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 347.

[2652] U prvi plan sporedne konvencijske kolizijske norme iskaču tek ako strane ugovora o računu ne iskoriste mogućnost izbora mjerodavnog prava ili ako taj izbor ne bude valjan. Valjana pogodba o izboru mjerodavnog prava pretpostavlja postojanje ugovora o računu, kojeg je sastavni dio. O posljedicama nepostojanja takvog ugovora na kolizijskopravno upućivanje (*i.e.* na primjenu sporednih konvencijskih kolizijskih normi) v. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 526. O utjecaju podredne primjenjivosti sporednih konvencijskih kolizijskih normi na njihovo (marginalno) značenja u praksi v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 2; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 163.

kaskadno. Svaka slijedeća može se primijeniti samo ako se mjerodavno pravo ne utvrdi primjenom prethodne. Glavna se od sporednih konvencijskih kolizijskih normi razlikuje i po kolizijskopravnom pristupu. Ta razlika rezultat je teškoća povezanih s lociranjem relevantnog intermedijera ili računa vrijednosnih papira koji on vodi za imatelja računa.[2653] Pristup mjesta relevantnog intermedijera izgubio je primat koji je inicijalno trebao imati zadržavši relevantnost isključivo za potrebe podrednog upućivanja.

Oslonivši se na pristup ograničene stranačke autonomije, glavna konvencijska kolizijska norma upućuje na *legem autonomiae*. Na sva pitanja pobrojena u čl. 2. st. 1. Haške konvencije primjenjuje se, u prvom redu, pravo koje je na snazi u državi čije pravo je u ugovoru o računu izrijekom ugovoreno kao mjerodavno za taj ugovor ili, ako je u ugovoru o računu izrijekom predviđena primjena nekog drugog prava na sva ta pitanja, to drugo pravo (čl. 4. st. 1. r. 1. Haške konvencije).[2654]

Oslonivši se na pristup mjesta relevantnog intermedijera, sporedne konvencijske kolizijske norme upućuju na *legem conto sitae*.[2655] Teškoće povezane s lociranjem računa izbjegavaju se utvrđivanjem lokacije uz pomoć unaprijed poznatih ili lako uvrdivih činjenica. Ako se mjerodavno pravo ne utvrdi pomoću glavne konvencijske kolizijske norme a u pisanom ugovoru o računu je izrijekom i nedvojbeno navedeno da ga je relevantni intermedijer sklopio putem određene poslovnice, koja je u vrijeme sklapanja tog ugovora bila „kvalificirana poslovnica" u smislu čl. 4. st. 1. r. 2. Haške konvencije, na sva pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije primjenjuje se pravo na snazi u državi ili teritorijalnoj jedinici složene države u kojoj se tad nalazila ta poslovnica (čl. 5. st. 1. r. 1. Haške konvencije).[2656] [2657] Ako se

[2653] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 3; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.10; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int-46; Ege, Reinhard, op.cit. (bilj. 8), str. 150. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 957. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 401.

[2654] Fraza „pravo na snazi" (engl. „*law in force*") koristi se umjesto riječi „pravo" (engl. „*law of*") zbog slučajeva kad u teritorijalnoj jedinici složene države relevantno pravo obuhvaća i pravo te teritorijalne jedinice i, u mjeri u kojoj se primjenjuje, pravo složene države. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-15; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 291. – 292.

[2655] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 3; Benjamin, Joanna, *op.cit*. (bilj. 153), Rd. 19.18; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 406. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 302.

[2656] Potrebu za primjenom prve sporedne konvencijske kolizijske norme stvara nepostojanje valjane pogodbe o izboru mjerodavnog prava u ugovoru o računu. Uvjet za njezinu primjenu postojanje je izričitog i nedvojbenog navoda u pisanom ugovoru o računu o poslovnici putem koje je intermedijer sklopio taj ugovor o računu. O tome v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 1, 5; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.39; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 165. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 302. – 304. Prva sporedna konvencijska kolizijska norma namijenjena je zaštiti interesa klijenta u slučaju kad se poslovnica putem koje je relevantni intermedijer sklopio ugovor ne nalazi u državi ili teritorijalnoj jedinici složene države po čijem pravu je relevantni intermedijer „inkorporiran ili na drugačiji način organiziran". O tome v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 359.

[2657] O značenju pojma „pisani" v. čl. 1. st. 1. t. n) Haške konvencije. Nužan je tjelesni (ili drugačiji) oblik i mogućnost naknadne reprodukcije u tjelesnom obliku. Da bi bio „pisani" Haška konvencija ne zahtijeva da ugovor

mjerodavno pravo ne utvrdi ni pomoću prve sporedne konvencijske kolizijske norme, na sva pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije primjenjuje se pravo koje je na snazi u državi ili teritorijalnoj jedinici složene države po čijem pravu je relevantni intermedijer „inkorporiran ili na drugačiji način organiziran“ u vrijeme sklapanja pisanog ugovora o računu ili, ako takav ugovor nije sklopljen, u vrijeme otvaranja računa vrijednosnih papira.[2658] U slučaju da je relevantni intermedijer „inkorporiran ili na drugačiji način organiziran“ po pravu složene države a ne jedne njezine teritorijalne jedinice, primjenjuje se pravo koje je na snazi u teritorijalnoj jedinici te složene države u kojoj relevantni intermedijer posluje, ili, ako relevantni intermedijer posluje u više teritorijalnih jedinica te složene države, pravo koje je na snazi u teritorijalnoj jedinici u kojoj ima glavno mjesto poslovanja, u vrijeme sklapanja pisanog ugovora o računu ili, ako takav ugovor nije sklopljen, u vrijeme otvaranja računa vrijednosnih papira (čl. 5. st. 2. Haške konvencije). Ako se mjerodavno pravo ne utvrdi ni pomoću druge sporedne konvencijske kolizijske norme, na sva pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije primjenjuje se pravo na snazi u državi ili teritorijalnoj jedinici složene države u kojoj relevantni intermedijer posluje, ili, ako relevantni intermedijer posluje u više država ili više teritorijalnih jedinica složene države, pravo koje je na snazi u državi ili teritorijalnoj jedinici složene države u kojoj ima glavno mjesto poslovanja u vrijeme sklapanja pisanog ugovora o računu ili, ako takav ugovor nije sklopljen, u vrijeme otvaranja računa vrijednosnih papira (čl. 5. st. 3. Haške konvencije).[2659]

Budući da se ne oslanja na pristup proboja (engl. *look-through approach*), nijedna konvencijska kolizijska norma ne upućuje na *legem rei/cartae sitae*.[2660]

Konvencijske kolizijske norme ne oslanjaju se ni na super pristup mjesta relevantnog intermedijera (Super-PRIMA). Svaka od njih upućuje na mjerodavno pravo za pojedini račun

o računu bude autentificiran vlastoručnim ili elektroničkim potpisom ili na neki drugi način. O tome v. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 303.

[2658] Potrebu za primjenom druge sporedne konvencijske kolizijske norme stvara nepostojanje izričitog i nedvojbenog navoda u pisanom ugovoru o računu o poslovnici putem koje je intermedijer sklopio taj ugovor o računu sklopljen ili „nekvalificiranost“ te poslovnice. O tome v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 6; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.40; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 287. Takvu potrebu može stvoriti i nevaljanost ugovora o računu (koja se prosuđuje po *legi fori*), v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 404. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 293. – 294.

[2659] Potrebu za primjenom treće sporedne konvencijske kolizijske norme stvara izostanak „inkorporiranosti odnosno drugačije organiziranosti“ relevantnog intermedijera. O tome v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 7; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 41; Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 41. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 360. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 287.

[2660] Odraz je to pravnopolitičke ocjene o neprikladnosti tog pristupa kad se vrijednosne papire drži posredstvom intermedijera. O tome v. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 14. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 6-2; Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 41. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 3.

vrijednosnih papira.[2661] Mogućne je, stoga, da za pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije na različitim računima, bilo kod različitih intermedijera koji čine skrbnički lanac, bilo kod istog intermedijera koji vodi račune oba sudionika raspolaganja (*e.g.* prenositelja i stjecatelja), mjerodavno bude različito pravo.[2662] Prava ulagatelja glede vrijednosnih papira mogu se prosuđivati po materijalnom pravu koje se razlikuje od materijalnog prava po kojem se prosuđuju prava njegovog (*i.e.* relevantnog) intermedijera glede tih vrijednosnih papira, jednako kao što se prava stjecatelja glede vrijednosnih papira mogu prosuđivati po materijalnom pravu koje se razlikuje od materijalnog prava po kojem se prosuđuju prava otuđitelja glede tih vrijednosnih papira.

Kategorija vezivanja konvencijskih kolizijskih normi taksativni je popis specifičnih pitanja vezanih uz vrijednosne papire pohranjene kod intermedijera.[2663] S namjerom da bude sveobuhvatan i da obeshrabri pokušaje izbjegavanja primjene Haške konvencije, popis je sročen široko i vrlo općenito kako ne bi izostavio ni jedno pitanje glede držanja i raspolaganja vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera, koje može imati praktičnu važnost.[2664] Tu spadaju: pravna narav prava koja su posljedica pripisa vrijednosnih papira na račun i učinci tih prava spram intermedijera i trećih osoba (čl. 2. st. 1. t. a) Haške konvencije)[2665]; pravna

[2661] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-43; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 14. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 1, 5; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.24; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 168., 183. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 957. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 413. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 388. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 530., 535. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 300. – 301., 307. – 308. Rogers, James S., Property and Contract, *op.cit*. (bilj. 2128), str. 18. Rögner, Herbert, *op.cit*. (bilj. 205), str. 102. Za oprečna stajališta u pravnoj književnosti, uključujući argumente na kojima se temelje, v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 184. *et seq.* Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 532. *et seq*.

[2662] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. Int – 30, 4-11; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.24; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 178. *et seq.* Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 420. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 301., 308. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str.119. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 326.

[2663] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 135. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 393. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 349. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 521., 523. Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 515.

[2664] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 1; Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-10; Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 222. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.15; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 8.112; Kozey, Stephen J., *op.cit*. (bilj. 5), str. 1224. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 552. – 553.

[2665] Prava koja su posljedica pripisa vrijednosnih papira na račun prosuđuju se po konvencijskom pravu određenom s obzirom na taj račun. O mjerodavnom pravu ovisi *e.g.* o kojim i kakvim pravima je riječ, od koga se mogu ostvariti (*i.e.* od relevantnog intermedijera ili od izdavatelja) i kakav je položaj relevantnog intermedijera (*i.e.* je li i sam nositelj prava ili je obični evidentičar). O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-12, 4-45, 4-50; Gullifer, Louise (ured.), *op.cit*. (bilj. 8), Rd. 6-46; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 523. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 135. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 349. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 266. – 267. Budući da je za kvalifikaciju mjerodavno konvencijsko pravo (*lex causae*), a ne – kao što je to obično slučaj - pravo države suda (*lex fori*), za primjenu konvencijskih kolizijskih normi

narav raspolaganja vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera i učinci tih raspolaganja spram intermedijera i trećih osoba (čl. 2. st. 1. t. b) Haške konvencije)[2666], pri čemu pojam „raspolaganje“ (engl. *disposition*; njem. *Verfügung*) označava svaki prijenos prava (vlasništva) (engl. *transfer of title*; njem. *Vollrechtsübertragung*), bilo da je neograničeni (engl. *outright*; njem. *uneingeschränkt*) ili radi osiguranja (engl. *by way of security*; njem. *zu Sicherungszwecken*) i svako zasnivanje prava radi osiguranja (engl. *security interest*; njem. *Sicherungsrecht*), s ili bez prijenosa posjeda (engl. *possessory or non-possessory*; njem. *mit oder ohne Besitzübertragung*) (čl. 1. st. 1. t. h) Haške konvencije)[2667], dok fraza „raspolaganje vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera“ obuhvaća: raspolaganje računom vrijednosnih papira (čl. 1. st. 2. t. a) Haške konvencije)[2668]; raspolaganje imatelja računa u korist svog intermedijera (čl. 1. st. 2. t. b) Haške konvencije)[2669]; te zakonsko založno pravo ili pravo zadržanja u korist intermedijera radi osiguranja tražbine prema imatelju računa koja je nastala u svezi s upravljanjem i vođenjem računa vrijednosnih papira (čl. 1. st. 2. t. c) Haške

dovoljno je da su vrijednosni papiri *de facto* kod intermedijera. Kvalifikacija po *legis fori* mogla bi zahtijevati primjenu različitih poveznica ovisno o materijalnopravnoj prosudbi naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. O tome v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 394. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 265. Za tezu da teorija *lex fori* kvalifikacije ima najviše pristalica u poredbenom međunarodnom privatnom pravu v. Dika, Mihajlo; Knežević, Gašo; Stojanović, Srđan, Komentar zakona o međunarodnom privatnom i procesnom pravu, Beograd, 1991., str. 37.

[2666] Za kvalifikaciju po konvencijskom pravu v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 394. O riziku prekvalifikacije prijenosa vlasništva radi osiguranja i repo ugovora, koji potencira neizvjesnost oko toga koje je pravo mjerodavno za raspolaganje, v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-19; Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 3.63 – 3.64; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 350. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 524. Tu spadaju i pretpostavke za raspolaganje te mogućnost rehipotekacije.

[2667] Do neograničenog prijenosa prava (vlasništva) dolazi kod repo ugovora, obrnutih repo ugovora, ugovora o kupnji i povratnoj prodaji te ugovora o prodaji i povratnoj kupnji te ugovora o zajmu vrijednosnih papira. O „posjedničkom“ pravu radi osiguranja (engl. *possessory security interest*) riječi može biti samo u pravima koja omogućuju posjed netjelesnih stvari tako da se posjedničko pravo radi osiguranja na vrijednosnim papirima može zasnovati uknjižbom. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-19. Za „neposjedničke“ prava radi osiguranja (engl. *non-possessory security interest*) v. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10-17; Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 306. Riječ je o pravima zasnivanje kojih ne zahtijeva pripis vrijednosnih papira na račun primatelja osiguranja već je dovoljno sklapanje kontrolnog ugovora u njegovu korist. O primjeni Haške konvencije na prijenos vlasništva radi osiguranja (njem. *Sicherungsübereignung*) sukladno odredbama čl. 929. r. 2. i 930. BGB-a, koji ne rezultira pripisom na stjecateljev račun vrijednosnih papira v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 143.

[2668] Računom vrijednosnih papira raspolaže se tako da ga se optereti pravom radi osiguranja. Pravo se u tom slučaju proteže na sve vrijednosne papire koji se zateknu na tom računu, neovisno kad su pripisani (*i.e.* prije ili nakon njegovog zasnivanja). Raspolaganje računom tako da ga se otuđi (*i.e.* prenese s jednog imatelja na drugog) se ne prakticira. Umjesto računa otuđuju (*i.e.* prenose) se pripisani vrijednosni papiri, što podrazumijeva terećenje tog računa i pripis na drugi račun. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-30. Po mišljenju *Egea* (Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 141), raspolaganje računom vrijednosnih papira nije isto što i raspolaganje „ukupnošću vrijednosnih papira“ (njem. *Wertpapiergesamtheit*) kako ga poznaje njemačko pravo.

[2669] Takvo raspolaganje – bilo da je riječ o založnom pravu ili neograničenom prijenosu – obično služi za osiguranje intermedijerove tražbine prema imatelju računa za otplatu zajma danog radi kupnje vrijednosnih papira ili u neku drugu svrhu. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-31.

konvencije)[2670]; pretpostavke (ako postoje) za perfektuiranje raspolaganja vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera (čl. 2. st. 1. t. c) Haške konvencije), pri čemu pojam „perfektuiranje“ (engl. *perfection*; njem. *Herbeiführung der Drittwirkung*) označava dovršenje svih radnji koje su potrebne da raspolaganje proizvodi učinak prema osobama koje nisu njegovi sudionici (čl. 1. st. 1. t. i) Haške konvencije); pitanje ukida li pravo jedne osobe na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera konkurirajuće pravo druge osobe ili ga samo podređuje (*i.e.* preskače u redoslijedu prvenstva) (čl. 2. st. 1. d) Haške konvencije)[2671]; obveze (ako postoje) intermedijera prema osobi koja nije imatelj računa već koja konkurira imatelju računa ili drugoj osobi tvrdeći da ima pravo na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera (čl. 2. st. 1. e) Haške konvencije)[2672]; pretpostavke (ako postoje) za realizaciju prava na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera (čl. 2. st. 1. f) Haške konvencije)[2673]; te naposlijetku pitanje obuhvaća li raspolaganje vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera prava na dividendu, prihod ili druge raspodjele ili utržak od iskupa, prodaje ili nečeg drugog (čl. 2. st. 1. g) Haške konvencije)[2674].

[2670] Osim tražbina za otplatu zajma, koji je intermedijer dao svom klijentu u svezi s kupoprodajom vrijednosnih papira, tu spadaju tražbine za namirenje troškova povezanih s upravljanjem računom, provedbom korporativnih akcija i sl. Radi osiguranja takvih tražbina, u nekim pravnim poretcima intermedijeri – kako oni koji upravljaju sustavom za poravnanje i namiru tako i oni na nižim karikama skrbničkog lanca - mogu steći pravo koje se temelji na zakonu ili odluci suda. Protezanje kategorije vezivanja na takva tzv. nužna (*i.e.* nedobrovoljna) prava iznimka je od pravila koje primjenu Haške konvencije ograničava na prava s konsensualnom osnovom. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-31; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 141. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 269.

[2671] O mjerodavnom pravu ovisi mogu li prava koegzistirati, u kojem slučaju jedno ima prednost pred drugim, ili se međusobno isključuju. O tom pravu ovisi, stoga, i odnos prava poštenog stjecatelja (*i.e.* stečenog naplatno, u dobroj vjeri i bez obavijesti o konkurirajućem pravu) i konkurirajućeg prava (engl. *adverse claim*). To pravo mjerodavno je do otvaranja stečaja nad intermedijerom – nakon čega redoslijed prvenstva određuje stečajno pravo (čl. 8. st. 2. Haške konvencije). O tome v. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 16. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-23; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 12.

[2672] Konkurirati si mogu *e.g.* imatelj računa i osoba koja polaže konkurirajuće pravo na vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera, potom imatelj računa i osoba koja zahtijeva pljenidbu vrijednosnih papira pohranjenih kod intermedijera te, naposljetku, osobe u korist kojih je imatelj računa uzastopno raspolagao pa svaka od njih smatra da njezino pravo glede tih vrijednosnih papira ima prednost. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-25; O mjerodavnom pravu na koje upute konvencijske kolizijske norme ovisi i (ne)dopuštenost „pljenidbe na višoj razini“. Pobliže v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-26. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 14. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 17. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 271. – 272. To pravo uređuje i odgovornost intermedijera zbog povrede obveze prema osobi koja nije imatelj računa, dajući odgovore na pitanja je li intermedijer imao obvezu prema toj osobi, je li je povrijedio i kako se ta osoba može zaštititi. Pobliže v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-27. O tom pravu ovisi i zaštita intermedijera koji je izvršio nalog osobe čije pravo je lošije pozicionirano u redoslijedu prvenstva od zahtjeva osobe s bolje pozicioniranim pravom. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-24; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 17. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 271.

[2673] Primjerice, može biti riječ o pretpostavkama za unovčenje objekta založnog prava, v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 16.

[2674] Primjerice, kod zalaganja vrijednosnih papira pohranjenih kod intermedijera, mjerodavno pravo daje odgovor na pitanje proteže li se založno pravo na dividendu koju isplati izdavatelj založenih vrijednosnih papira. Osim dividende, može biti riječ o kamatama, dionicama izdanim povećanjem temeljnog kapitala iz sredstava društva (engl. *bonus issues*), izdanju prava na upis (engl. *rights issue*), novčanim sredstvima naplaćenim iskupom

Pitanja koja nisu na tom popisu izvan su dosega konvencijskih kolizijskih normi.[2675] Riječ je prvenstveno o pitanjima koja se tiču ugovornog odnosa imatelja računa i njegovog intermedijera - poput sadržaja i učestalosti slanja izvadaka, stupnja pozornosti intermedijera prilikom vođenja računa vrijednosnih papira, rizika gubitka (*e.g.* zbog računalne pogreške), rokova za davanje naloga, posljedica povrede kod raspolaganja vrijednosnim papirima ili naplate prihoda o dospijeću i sl. - ili strana raspolaganja *inter se* - poput količine, vrste ili cijene vrijednosnih papira koji su predmet raspolaganja, datuma namire ili posljedica propusta bilo koje strane da pravovremeno izvrši preuzetu obvezu.[2676] Pod uvjetom da ne spadaju među pitanja popisana u čl. 2. st. 1. Haške konvencije, *lex conventionis* nije mjerodavan za prava i obveze koji proizlaze iz pripisa vrijednosnih papira na račun u mjeri u kojoj su ta prava ili te obveze isključivo ugovorne ili osobne naravi (čl. 2. st. 3. t. a) Haške konvencije) ni za ugovorna ili osobna prava i obveze strana koje raspolažu vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera (čl. 2. st. 3. t. b) Haške konvencije).[2677] *Lex conventionis* nije ni u kojem slučaju mjerodavan za prava i obveze izdavatelja vrijednosnih papira ili voditelja izdavateljevog registra ili transfernog agenta, bilo prema imatelju vrijednosnih papira ili bilo kojoj drugoj osobi (čl. 2. st. 3. t. c) Haške konvencije).[2678]

Poveznice konvencijskih kolizijskih normi većinom su objektivne. Takve su sve one koje sadrže sporedne konvencijske kolizijske norme. Riječ je o različitim manifestacijama pristupa mjesta relevantnog intermedijera (PRIMA).[2679]

---

dužničkih vrijednosnih papira, utršku od prodaje vrijednosnih papira koju izvrši imatelj računa te zamjeni vrijednosnih papira za druge vrijednosne papire. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-29; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 18, 25; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 350.

[2675] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-2; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 1; Einsele, Dorothee, Kollisionsrecht, *op.cit*. (bilj. 143), str. 403. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 263.

[2676] Haška konvencija jasno razgraničuje takva prava obveznopravne naravi od prava, neovisno o njihovoj naravi, koja se odnose ili na same vrijednosne papire i nastaju kao posljedica njihovog pripisa na račun vrijednosnih papira ili na raspolaganje vrijednosnim papirima pohranjenim kod intermedijera. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-4. Za pitanja koja proizlaze isključivo iz ugovornog odnosa imatelja računa i intermedijera v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-7, 2-32; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 21; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.20; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 396. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 276. – 277.

[2677] Odredbe čl. 2. st. 3. t. a) i b) Haške konvencije ne ograničuju doseg čl. 2. st. 1. Haške konvencije već služe uklanjanju nedoumica. Za pitanja navedena u tim odredbama mjerodavno je konvencijsko pravo ako su ta pitanja ionako obuhvaćena popisom iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije. Za razliku od njih, pitanje iz odredbe čl. 2. st. 3. t. c) Haške konvencije ne može se naći na tom popisu pa za njega *lex conventionis* ne može biti mjerodavno. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-4, 2-7. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 277. – 278.

[2678] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 15. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 2 HSC Rd. 24 - 25; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 398.

[2679] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 3; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.37

Prva od njih je država ili teritorijalna jedinica složene države u kojoj se u vrijeme sklapanja pisanog ugovora o računu nalazila „kvalificirana“ poslovnica putem koje ga je relevantni intermedijer sklopio (čl. 5. st. 1. r. 1. Haške konvencije).[2680] Sklapanje putem određene poslovnice treba biti izrijekom i nedvosmisleno navedeno u takvom ugovoru.[2681] Prilikom prosudbe sadrži li ugovor takav navod ne uzimaju se u obzir odredbe iz kojih proizlazi: da se obavijesti ili druge isprave moraju ili mogu dostaviti relevantnom intermedijeru u toj poslovnici (čl. 5. st. 1. r. 2. t. a) Haške konvencije); da se sudski postupci protiv relevantnog intermedijera moraju ili mogu pokrenuti u određenoj državi ili u određenoj teritorijalnoj jedinici složene države (čl. 5. st. 1. r. 2. t. b) Haške konvencije); da relevantni intermedijer mora ili može dati izvadak ili bilo koju drugu ispravu iz te poslovnice (čl. 5. st. 1. r. 2. t. c) Haške konvencije); da relevantni intermedijer mora ili može pružiti bilo koju uslugu iz te poslovnice (čl. 5. st. 1. r. 2. t. d) Haške konvencije); da relevantni intermedijer mora ili može izvršavati ili provoditi bilo koju djelatnost ili posao u toj poslovnici (čl. 5. st. 1. r. 2. t. e) Haške konvencije). Takve odredbe ne se uzimaju u obzir jer se iz njih u najboljem slučaju može izvesti tek posredan zaključak o poslovnici putem koje je relevantni intermedijer sklopio ugovor o računu.[2682]

Druga od njih je država ili teritorijalna jedinica složene države po pravu koje je relevantni intermedijer „inkorporiran ili na drugačiji način organiziran“ (engl. *incorporated or otherwise organised*) u vrijeme sklapanja pisanog ugovora o računu ili, ako nema takvog ugovora, u vrijeme otvaranja računa vrijednosnih papira, odnosno - ako je relevantni intermedijer inkorporiran ili na drugačiji način organiziran po pravu složene države a ne jedne njezine teritorijalne jedinice - teritorijalna jedinica te složene države u kojoj relevantni intermedijer posluje, ili, ako relevantni intermedijer posluje u više teritorijalnih jedinica te složene države, ona među njima u kojoj relevantni intermedijer ima glavno mjesto poslovanja, u vrijeme sklapanja pisanog ugovora o računu ili, ako nema takvog ugovora, u vrijeme otvaranja računa vrijednosnih papira (čl. 5. st. 2. Haške konvencije).[2683] Nedostatak ove poveznice

[2680] O značenju pojmova „poslovnica“ i „kvalificirana poslovnica“ *infra*.

[2681] Po mišljenju *Goodea*, *Kande* i *Kreuzera* (Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5-6), usredotočenost na tekst ugovora o računu služi promociji sigurnosti i izbjegavanju sporova. Po mišljenju *Egea* (Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 165.), obveza dokumentiranja na propisani način namijenjena je zaštiti trećih, koji – pod uvjetom da im se omogući pristup ugovoru o računu – tako mogu utvrditi činjenični supstrat relevantan za kolizijskopravno upućivanje. O toj poveznici vidi još i Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 121. – 122.

[2682] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 165. O tome v. i Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 359.

[2683] Druga sporedna konvencijska kolizijska norma zorno dočarava neselektivnost Haške konvencije po pitanju organizacijskog ustroja intermedijera. Oni mogu ali ne moraju biti ustrojeni kao trgovačka društva sa zasebnom pravnom osobnošću. Dovoljno je da je riječ o pravno dopuštenom obliku udruživanja (engl. *all forms of association recognised by law*). Među intermedijere koji nisu ustrojeni kao trgovačka društva („otherwise organised“) spadaju „neinkorporirana udruženja“ (engl. *unincorporated associations*). Iako bez pravne osobnosti, takva udruženja imaju zaseban pravni status zahvaljujući osnivanju u skladu s posebnim propisima. Nije, stoga,

potencijalni je izostanak iole značajnije veze s računom na kojem su evidentirani vrijednosni papiri.[2684]

Treća od njih je država ili teritorijalna jedinica složene države u kojoj relevantni intermedijer posluje ili, ako posluje u više država ili teritorijalnih jedinica složene države, država ili teritorijalna jedinica složene države u kojoj relevantni intermedijer ima glavno mjesto poslovanja u vrijeme sklapanja pisanog ugovora o računu ili, ako nema takvog ugovora, u vrijeme otvaranja računa vrijednosnih papira (čl. 5. st. 3. Haške konvencije).[2685]

Za razliku od sporednih konvencijskih kolizijskih normi, glavna konvencijska kolizijska norma sadrži subjektivnu poveznicu. Riječ je o ograničenoj autonomiji ugovornih strana.[2686] Mjerodavno pravo biraju strane ugovora o računu (*i.e.* relevantni intermedijer i imatelj računa). Izbor mjerodavnog prava ne odnosi se nužno na pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije. I onaj koji se odnosi na ugovor o računu može se podredno primijeniti na pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije ako za njih strane nisu izabrale drugo mjerodavno pravo ili ako je taj izbor nevaljan.[2687] Valjani izbor mjerodavnog prava za pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije vrijedi i ako strane nisu izabrale mjerodavno pravo za ugovor o računu, kao i ako su izabrale neko drugo pravo kao mjerodavno.[2688]

Uz opće pretpostavke za valjanost pravnog posla, izbor mjerodavnog prava za pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije, da bi bio valjan, zahtijeva ispunjenje dodatnih pretpostavki. Pogodba treba biti izričita, sadržana u ugovoru o računu i sveobuhvatna tako da pokrije sva pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije.[2689] Konkludentna pogodba, postojanje koje proizlazi iz

---

riječ samo o faktičkoj grupi osoba koje zajedno posluju. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5-8; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 304. Iz njemačke pravne perspektive „na drugačiji način organizirani" su intermedijeri u formi društava osoba (*e.g.* javnih trgovačkih društava, komanditnih društava). O tome v. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 166.

[2684] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 164. - 165. *Ege* spominje primjer klijenta njemačke podružnice engleskog intermedijera. Neovisno o tome što bi svom (njemačkom) klijentu račun otvorila njemačka podružnica (u Njemačkoj), mjerodavno za prosudbu stvarnopravnih pitanja bilo bi - zbog intermedijerovog sjedišta - englesko pravo. O tome v. i Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 328.

[2685] „Glavno mjesto poslovanja" mjesto je iz kojeg se upravlja poslovanjem intermedijera poput glavne poslovnice (engl. *head office*) ili glavne izvršne poslovnice (engl. *chief executive office*), koja se često naziva mjestom središnjeg upravljanja (engl. *place of central administration*). O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 5-11; Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 527.

[2686] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 525. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 295. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 318. *et seq*.

[2687] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 152.

[2688] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-1; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 9. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 9

[2689] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 10; *cf*. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 40., koji zahtjev izričitosti tumači tako da primjenu konvencijske kolizijske norme uvjetuje izričitim pozivanjem na Hašku konvenciju u ugovoru koji su sklopili intermedijer i imatelj računa. Odredba čl. 4. st. 1. Haške konvencije

odredaba ugovora o računu kao cjeline ili okolnosti konkretnog slučaja, ne zadovoljava.[2690] Pogodba koja bi zbog manjeg obuhvata zahtijevala primjenu sporednih konvencijskih kolizijskih normi bila bi bez učinka.[2691] Nema zapreke da pogodbu sadrže opći uvjeti poslovanja intermedijera, koji su dio ugovora o računu.[2692] Kao ni za ugovor o računu, ni za pogodbu o izboru mjerodavnog prava ne zahtijeva se posebna forma.[2693] Pitanje nastanka (*i.e.* postoji li suglasnost volja) i učinaka pogodbe o izboru mjerodavnog prava zbog neispunjenja općih pretpostavki za valjanost (*e.g.* poslovne nesposobnosti jedne strane) prosuđuje se po pravu na koje upute kolizijske norme *legis fori*.[2694] Izbor se treba ticati materijalnog prava pa pogodba o izboru kolizijske norme koja će uputiti na mjerodavno materijalno pravo ne bi bila valjana.[2695]

Prilikom izbora mjerodavnog prava strane ugovora o računu nemaju odriješene ruke. Njihova autonomija je ograničena. Razlog tome bojazan je od zlouporabe do koje bi došlo, po mišljenju *Guillaume*, kad bi se strane rukovodile isključivo pogodnostima koje im pruža izabrano pravo odnosno, po mišljenju *Bernasconija*, kad bi strane birale pravo s ciljem da naštete trećima.[2696] Radi suzbijanja samovolje, izbor se svodi na prava onih država u kojima

---

može se primijeniti samo ako pogodba o izboru mjerodavnog prava glasi: „ugovora se da se pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije o mjerodavnom pravu za određena prava koja se tiču vrijednosnih papira pohranjenih kod intermedijera prosuđuju po pravu države X“ ili slično tome. *Contra* Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 965., koji isključuje potrebu izričitog pozivanja na Hašku konvenciju.

[2690] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 9. Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.27; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 153. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 965. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 354. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 292. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 118.

[2691] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-10, 4-18 (primjer 4-2); Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 4; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.29; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 153. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 966. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 526. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 117. S druge strane *Ooi* smatra da bi za neka pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije mjerodavno trebalo biti pravo koje su izabrali prenositelj i njegov intermedijer, dok bi za ostala takva pitanja mjerodavno trebalo biti pravo koje su izabrali stjecatelj i njegov intermedijer. Za taj stav *Ooi* i njegovu kritiku v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 395.

[2692] O mogućnosti da takvu pogodbu sadrže opći uvjeti poslovanja intermedijera v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 10; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.27; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 153. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 965. Da se ugovor o računu može sastojati od jedne ili više isprava v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-15; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 293.

[2693] Nema, stoga, zapreke da pogodba o mjerodavnom pravu bude u usmenom obliku. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-15, 4-18; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 10; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.27; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 153. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 965. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 354. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 293. Za razliku od odredbe čl. 4. st. 1. Haške konvencije, pisani oblik ugovora o računu propisuje čl. 5. Haške konvencije za potrebe sporednih konvencijskih kolizijskih normi.

[2694] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-19; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 9; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.28; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 13. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 153. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 966.

[2695] Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 320.

[2696] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 17; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.35; *Bernasconi* taj rizik smatra zanemarivim pouzdajući se da je u velikoj većini slučajeva riječ o profesionalnim i odgovornim institucijama kojima pravno uređenje poslovanja i strogi nadzor njegove provedbe ne ostavlja prostor za zlonamjerno ugovaranje mjerodavnog prava, v. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str.

relevantni intermedijer u vrijeme sklapanja pogodbe ima „kvalificiranu poslovnicu“ (engl. *qualifying office*).[2697] U pravnoj književnosti prevladava uvjerenje da je riječ o ograničenju koje većina intermedijera savlada s lakoćom.[2698] Prijeporno je, međutim, zasjenjuje li pravozaštitne koristi takvog ograničenja negativni utjecaj koje ono ima – ponajprije zbog nedostupnosti relevantnih podataka - na izvjesnost i pravnu sigurnost.[2699]

Pojam „poslovnica“ (engl. *office*; njem. *Geschäftsstelle*) označava mjesto poslovanja u kojem intermedijer obavlja svoju djelatnost, u koje ne spada privremeno mjesto poslovanja intermedijera ni mjesto poslovanja neke druge osobe (čl. 1. st. 1. t. j) Haške konvencije).[2700] Osim što nije nužno riječ o mjestu gdje je sklopljen konkretni ugovor o računu, poslovnica u smislu Haške konvencije nije nužno ovlaštena poslovnica u regulatorne svrhe.[2701] Izuzimanjem privremenih mjesta poslovanja sužava se prostor za izvrdavanje propisanog ograničenja. Je li u konkretnom slučaju riječ o mjestu poslovanja koje - zbog svoje privremenosti - ne spada među poslovnice ovisi o namjeri intermedijera u vrijeme osnivanja tog mjesta poslovanja.[2702] Ako ga intermedijer nije osnovao s namjerom da egzistira samo privremeno, životni vijek mjesta poslovanja ne igra ulogu. Nema zapreke da se među poslovnice uvrsti mjesto poslovanja koje je – iako ga nije namjeravao koristiti samo privremeno - intermedijer nedugo nakon otvaranja zatvorio jer nije ostvarilo zacrtane poslovne ciljeve. Naknadna promjena namjere intermedijera ne uzima se u obzir. Izuzimanjem mjesta poslovanja neke druge osobe otpadaju sva ona koja

10. *Rogers* ne spominje izrijekom rizik zlouporabe već bojazan od posljedica izbora velikog broja različitih mjerodavnih prava za različite ugovore, koju smatra nerealnom jer bi takvim postupanjem intermedijeri sami sebi stvarali pravnu nesigurnost i povezane troškove. O tome v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 31.

[2697] O irelevantnosti naknadnog otvaranja ili zatvaranja poslovnice, kao i stjecanja ili gubitka statusa „kvalificirane“ poslovnice v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 15; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.34; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 158. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 963. - 964. O potrebi postojanja kvalificirane poslovnice u državi mjerodavnog prava i u vrijeme izmjene ugovora o računu, kojom se mjerodavno pravo mijenja ili izrijekom potvrđuje v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-27; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 158. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 299. Za valjani izbor prava jedne teritorijalne jedinice složene države relevantni intermedijer treba imati „kvalificiranu poslovnicu“ u bilo kojoj teritorijalnoj jedinici te složene države, v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 16.

[2698] Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 225. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 17; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.35; Dittrich, Sabine, *op.cit*. (bilj. 38), § 17a Rd. 77, 78; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 356., 387. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M.; Smith Edwin E., *op.cit*. (bilj. 2417), str. 4. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 155. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 526. Pöch, Peter, *op.cit*. (bilj. 75), str. 515. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 121. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 6), str. 327. Lakoća svladavanja ograničenja posljedica je ponajviše toga što „kvalificirana poslovnica“ intermedijera ne treba voditi konkretan račun vrijednosnih papira.

[2699] Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 964. – 965. Haentjens, Matthias, The Law Applicable, *op.cit*. (bilj. 8), str. 66. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 357.

[2700] O značenju pojma „mjesto poslovanja“ v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-23; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 299.

[2701] Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 299. Mjesto sklapanja konkretnog ugovora o računu strane mogu (ali ne moraju) izrijekom navesti za potrebe sporedne konvencijske kolizijske norme iz čl. 5. Haške konvencije.

[2702] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-24; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 156.

ne pripadaju intermedijeru i u kojima intermedijer ne obavlja svoju djelatnost, uključujući mjesta poslovanja intermedijerovih povezanih društava.[2703] Nema, međutim, zapreke da djelatnost intermedijera poslovnica ne obavlja samostalno već u suradnji s drugim poslovnicama istog intermedijera ili mjestima poslovanja drugih osoba.[2704] Takva suradnja ne smije dovesti do toga da djelatnost intermedijera umjesto intermedijerove poslovnice gotovo u cijelosti obavljaju suradnici.[2705]

Ono po čemu se kvalificirane razlikuju od ostalih poslovnica djelatnost je intermedijera, koja je nužno povezana s vođenjem računa vrijednosnih papira.[2706] To može biti presumirana ili stvarna uključenost u poslovnu ili drugu redovitu aktivnost vođenja takvih računa (čl. 4. st. 1. t. a) Haške konvencije).

Poslovnica je „kvalificirana" ako provodi ili nadzire provedbu upisa na račune vrijednosnih papira (čl. 4. st. 1. t. a)i) Haške konvencije) ili ako upravlja plaćanjima ili korporativnim akcijama vezanim uz vrijednosne papire pohranjene kod intermedijera (čl. 4. st. 1. t. a)ii) Haške konvencije).[2707] Po mišljenju *Rogersa*, obavljanje svake od tih djelatnosti isključuje potrebu za provjerom stvarne uključenosti poslovnice u poslovnu ili drugu redovitu aktivnost vođenja takvih računa jer se ona presumira.[2708] *Ege* se s time ne slaže smatrajući kako presumpcija vrijedi samo u odnosu na poslovnice kvalificiranost kojih proizlazi iz oznake koja ukazuje na uključenost u aktivnost vođenja računa (čl. 4. st. 1. t. b) Haške konvencije).[2709]

[2703] Za pretpostaviti je da teza *Guillaume* kako „poslovnica" intermedijera obuhvaća registrirani ured, ovisna društva i podružnice (Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 1 HSC Rd. 5) u dijelu koji se tiče ovisnih društava predstavlja redakcijski propust. Naime, osim s definicijom pojma, u sukobu je i sa sljedećom tezom, kojom *Guillaume* prihvaća mišljenje *Goodea*, *Kande* i *Kreuzera*, da mjesto poslovanja ovisnog društva ili drugog s intermedijerom povezanog društva nije poslovnica u smislu Haške konvencije. Potonju tezu *Guillaume* ponavlja i na drugom mjestu, v. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 12. Tako i Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.31; Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 962., 964. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 355.

[2704] Takva mogućnost suradnje izrijekom proizlazi iz odredbe čl. 4. st. 1. t. a) Haške konvencije („zajedno s drugim poslovnicama relevantnog intermedijera ili s drugim osobama koje djeluju za relevantnog intermedijera"). Iako se odredba tiče kvalificiranih poslovnica, nema razloga da isto ne vrijedi za one koje to nisu. O tome. v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 1-25; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 156.

[2705] Za raspravu o tome v. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 963. Nije posve jasno što predstavlja minimum koji poslovnica, da bi zadržala status kvalificirane, treba sama obavljati. Po mišljenju *Peyera*, to ne mogu biti samo djelatnosti iz čl. 4. st. 2. Haške konvencije.

[2706] Ne zahtijeva se pritom da ta djelatnost bude podvrgnuta nadzoru nadležnog tijela države mjerodavnog prava. O regulatornom neksusu i razlozima zbog kojih nije zaživio v. Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 31. - 32. ISDA (02.10.2001.), *op.cit*. (bilj. 2481), str. 3. - 4.

[2707] Za status „kvalificirane" dovoljno je da poslovnica provodi samo neki aspekt djelatnosti iz odredbe čl. 4. st. 1. t. a) Haške konvencije. Odredba čl. 4. st. 1. Haške konvencije sročena je imajući na umu činjenicu da različiti aspekti raznih djelatnosti mogu biti raspršeni između nekolicine poslovnica ili eksternalizirani trećim osobama na različitim lokacijama. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-34.

[2708] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 35. Ta dva slučaja predstavljaju „sigurno utočište" jer Haška konvencija presumira da je „test realnosti" (*i.e.* uključenost poslovnice u poslovnu ili drugu redovitu aktivnost vođenja računa vrijednosnih papira) ne provodi.

[2709] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 157.

Poslovnica može biti „kvalificirana“ i ako je na drugi način uključena u poslovnu ili drugu redovitu aktivnost vođenja računa vrijednosnih papira (čl. 4. st. 1. t. a)iii) Haške konvencije). Stvarna uključenost poslovnice u takvu aktivnost predmet je provjere u svakom pojedinom slučaju. Po mišljenju *Goodea*, *Kande* i *Kreuzera*, poslovnica je uključena u poslovnu ili drugu redovitu aktivnosti vođenja takvih računa već samim time što sklapa ugovore o računima koji se vode na drugom mjestu, pruža usluge savjetovanja i izvršenja vezano uz te račune ili prima naloge za stjecanje vrijednosnih papira koji se pripisuju na te račune i za otuđenje vrijednosnih papira za koje se terete ti računi.[2710] S druge strane, Haška konvencija izrijekom određuje da poslovnica nije uključena u poslovnu ili drugu redovitu aktivnosti vođenja računa vrijednosnih papira samo zato što: pruža tehničku podršku vođenju evidencija ili obradi podataka za takve račune (čl. 4. st. 2. t. a) Haške konvencije); upravlja pozivnim centrima za komunikaciju s imateljima računa (čl. 4. st. 2. t. b) Haške konvencije); organizira poštansku korespondenciju vezano uz takve račune te pismohranu i arhiviranje (čl. 4. st. 2. t. c) Haške konvencije); ili obavlja isključivo zastupničke ili administrativne poslove koji nisu vezani uz otvaranje i vođenje takvih računa bez ovlaštenja za donošenje obvezujućih odluka o sklapanju ugovora o računu (čl. 4. st. 2. t. d) Haške konvencije)[2711]. Obavljanje bilo koje od tih djelatnosti nije, samo po sebi, dovoljno da se poslovnica kvalificira.[2712] S druge strane, obavljanje takve djelatnosti ne diskvalificira poslovnicu koja je inače uključena u poslovnu ili drugu redovitu aktivnost vođenja računa vrijednosnih papira.[2713]

Osim presumirane ili stvarne uključenosti u poslovnu ili drugu redovitu aktivnosti vođenja računa vrijednosnih papira, od ostalih poslovnica kvalificirane može razlikovati i oznaka koja ukazuje na uključenost u takvu aktivnost. Poslovnica je „kvalificirana“ i ako se brojem računa, bankovnim kodom ili na bilo koji specifični način identifikacije označi kao poslovnica koja vodi račune vrijednosnih papira u državi pravo koje su strane izabrale kao mjerodavno (čl. 4. st. 1. t. b) Haške konvencije). Po mišljenju *Rogersa*, označavanje nije alternativa faktičkom obavljanju odgovarajuće djelatnosti pa se na takav način ne bi smjele

[2710] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-37; Po mišljenju *Goodea* i *Kande* i *Kreuzera*, fraza „na drugi način uključena u poslovnu ili drugu redovitu aktivnost vođenja računa vrijednosnih papira“ namjerno je sročena široko i ostavljena otvorenom za nove indicije aktivnosti vođenja računa.

[2711] Izostanak ovlaštenja za donošenje obvezujućih odluka o sklapanju ugovora razlog je zbog kojeg kvalificiranom poslovnicom ne može postati predstavništvo strane pravne osobe (engl. *representative office*). Ne mogu se kvalificirati poslovne jedinice aktivnost kojih se svodi na uspostavu i upravljanje odnosom s javnošću ili privlačenje klijenata. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-39; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 157. Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 963.

[2712] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-32, 4-39; Bernasconi, Christophe, *op.cit.* (bilj. 5), str. 10. Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 215.

[2713] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-40; Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 120.

identificirati poslovnice koje za to nemaju uporište u vođenju takvih računa.[2714] S druge strane, *Ege* smatra da takva oznaka stvara (neoborivu) presumpciju stvarnog vođenja računa od strane konkretne poslovnice.[2715]

Obvezan izbor prava države u kojoj relevantni intermedijer ima kvalificiranu poslovnicu ne implicira obvezu da račun za koji su strane izabrale mjerodavno pravo vodi upravo ta kvalificirana poslovnica u državi mjerodavnog prava.[2716] Nema zapreke da za račun koji vodi nekvalificirana poslovnica intermedijera strane kao mjerodavno izaberu pravo države u kojoj intermedijer ima kvalificiranu poslovnicu.[2717] Izostanak zahtjeva da račun za koji se izabire mjerodavno pravo vodi poslovnica relevantnog intermedijera koja osigurava valjanost takvog izbora pragmatično je rješenje ili – kako to *Potok* naziva - „kompromis iz nužde“ zbog teškoća povezanih s lociranjem računa.[2718]

Ograničenje stranačke autonomije vrijedi ne samo kod izbora mjerodavnog prava za pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije već i kod podredne primjene na ta pitanja prava koje su strane izabrale za ugovor o računu. Do protezanja primjene tog prava može doći samo ako je u vrijeme sklapanja ugovora o računu relevantni intermedijer u državi izabranog prava imao kvalificiranu poslovnicu.[2719] U protivnom, mjerodavno pravo za pitanja iz čl. 2. st. 1. Haške konvencije utvrđuje se primjenom sporedne konvencijske kolizijske norme.

Neovisno o razlikama koje među njima postoje, poveznice konvencijskih kolizijskih normi ne ispuštaju iz vida relevantnog intermedijera. Različite poveznice usredotočuju se na različite aspekte relevantnog intermedijera. Ono što je njegova lokacija za poveznice sporednih

[2714] Rogers, James S., *op.cit*. (bilj. 2433), str. 36., 37. Po njegovom mišljenju, ta veza treba proizlaziti iz uvriježene prakse ili regulatornih zahtjeva. Na oprečan zaključak mogao bi navesti tekst Haške konvencije ako bi ga se tumačilo gramatički.
[2715] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 157. Po njegovom mišljenju, stvarna uključenost „označene“ poslovnice u aktivnost vođenja računa ne podliježe provjeri.
[2716] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-23; Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 14; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.33; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10. Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas, *op.cit*. (bilj. 191), str. 552. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 155. Yates, Madeleine; Montagu, Gerald, *op.cit*. (bilj. 10), Rd. 5.61; Peyer, Martin, *op.cit*. (bilj. 2417), str. 962. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 404. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 298. Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M., *op.cit*. (bilj. 5), str. 120. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 319.
[2717] Veza između kvalificirane poslovnice i konkretnog računa vrijednosnih papira, za koji se utvrđuje mjerodavno pravo, puno je izraženija kod prve sporedne konvencijske kolizijske norme. Kvalificirana tu treba biti poslovnica putem koje je – sukladno izričitom i nedvosmislenom navodu u pisanom ugovoru o računu – relevantni intermedijer sklopio taj ugovor o računu.
[2718] Potok, Richard, *op.cit*. (bilj. 5), str. 215.
[2719] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-21; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 358.

konvencijskih kolizijskih normi, njegova je pravno relevantna volja za poveznicu glavne konvencijske kolizijske norme. Relevantnim intermedijera čini vođenje računa vrijednosnih papira za svog klijenta (*i.e.* imatelja računa) (čl. 1. st. 1. t. g) Haške konvencije). Kod skrbničkog lanca, relevantan iz perspektive pojedinog imatelja računa samo je onaj intermedijer koji za tog imatelja računa vodi račun vrijednosnih papira.[2720] Ostale karike skrbničkog lanca irelevantne su za potrebe utvrđivanja mjerodavnog prava (čl. 6. t. d) Haške konvencije).[2721] Kod raspolaganja koja rezultiraju pripisom na stjecateljev račun vrijednosnih papira, relevantan je stjecateljev intermedijer koji za njega vodi račun na koji je proveden pripis.[2722] Kod raspolaganja koja ne rezultiraju pripisom na stjecateljev račun vrijednosnih papira, relevantan je intermedijer koji vodi takav račun za onoga koji raspolaže.[2723] Kod raspolaganja od strane imatelja računa u korist njegovog intermedijera, relevantan je intermedijer u korist kojeg je provedeno raspolaganje, neovisno je li rezultiralo pripisom na račun vrijednosnih papira i, ako je, vodi li taj račun stjecatelj za sebe ili ga intermedijer na višoj razini vodi za njega (čl. 4. st. 3. t. a) Haške konvencije).[2724] U tom slučaju, račun vrijednosnih papira u smislu čl. 5. st. 2. i 3. Haške konvencije je račun na koji su vrijednosni papiri bili upisani neposredno prije raspolaganja (čl. 4. st. 3. t. c) Haške konvencije).[2725]

Konvencijske kolizijske norme ne sadrže poveznicu „mjesto gdje leže vrijednosni papiri". Iz tog razloga se prilikom određivanja mjerodavnog prava u skladu s Haškom konvencijom ne uzimaju u obzir sljedeće okolnosti: mjesto gdje je izdavatelj vrijednosnih papira „inkorporiran ili drugačije organiziran" ili gdje ima zakonsko sjedište ili registrirane poslovnice, središnju upravu ili mjesto poslovanja ili glavno mjesto poslovanja (čl. 6. t. a) Haške konvencije); mjesto gdje se nalaze isprave koje predstavljaju vrijednosne papire ili

[2720] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 4 HSC Rd. 3; Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 344.
[2721] Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 6 HSC Rd. 3
[2722] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-16; Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 416. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 252. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 322. Za mogućnost drugačijeg tumačenja, po kojem bi i u tom slučaju relevantan bio intermedijer koji vodi račun vrijednosnih papira onoga koji raspolaže, v. Ooi, Maisie, *op.cit*. (bilj. 149), str. 236. *et seq*. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 184. – 185., 187. – 188.
[2723] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 2-26; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 172.
[2724] To što, povodom određenog raspolaganja, nitko osim njega nije proveo pripis na račun vrijednosnih papira stjecateljevog intermedijera (*i.e.* intermedijera na višoj razini) ne čini relevantnim. Riječ je o slučaju kad stjecatelj (*i.e.* intermedijer onoga koji raspolaže) u svojim evidencijama ne vodi račun vrijednosnih papira za sebe i kad kod intermedijera na višoj razini odvojeno drži imovinu koju drži za sebe od imovine koju drži za svoje klijente. U tom slučaju dolazi do terećenja zbirnog „računa klijenata" (engl. *clients' account*) i pripisa na „kućni" (engl. *house account*) odnosno „vlasnički" (engl. *proprietary account*) račun. O tome v. Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-41; Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 10. - 11. Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 174. – 175. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 358.
[2725] Goode *et al.*, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 4-42; Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 301.

kojima se oni dokazuju (čl. 6. t. b) Haške konvencije); mjesto gdje je smješten registar imatelja vrijednosnih papira koji vodi izdavatelj vrijednosnih papira ili netko za njegov račun (čl. 6. t. c) Haške konvencije); ni mjesto gdje je smješten bilo koji intermedijer koji nije relevantni intermedijer (čl. 6. t. d) Haške konvencije).[2726] Iako pravnotehnički suvišno, izričito nabrajanje tih okolnosti pravnopolitički je oportuno jer se na taj način još jednom naglašava odmak Haške konvencije od pristupa proboja.[2727]

10 Hrvatski pravni okvir

10.1 *De lege lata*

U hrvatskom pravu posredno držanje vrijednosnih papira oskudno je uređeno propisima. Za razliku od poredbenih pravnih poredaka (njemačkog, austrijskog, švicarskog), koji su takvom načinu držanja vrijednosnih papira posvetili posebni zakon upotpunjen unificiranim uvjetima poslovanja intermedijera, hrvatski pravni okvir svodi se na neveliki broj raštrkanih (pod)zakonskih odredaba koje uređuju pojedine aspekte pravnog odnosa nastalog polaganjem vrijednosnih papira na (zbirnu) pohranu.[2728] Dijelom hrvatske pravne stvarnosti te odredbe nisu postale odjednom, kao rezultat jedne, pomno osmišljene i dosljedno provedene zakonodavne inicijative. Neke od njih imaju dugu povijest koja seže desetljećima unatrag (*e.g.* odredbe o ostvarenju upravljačkih prava iz dionica koje daju pravo glasa, odredbe o obvezama banke iz ugovora o polaganju vrijednosnih papira), druge su novijeg datuma (*e.g.* odredbe o zaštiti imovine na pohrani). Zajedničko im je da su dijelom hrvatskog pravnog poretka postale usput, a ne zato što se zakonodavac – prepoznavši potrebu - nakanio urediti upravo to pravno područje. Neke odredbe koje su se ticale držanja vrijednosnih papira posredstvom intermedijera čak su iz ne posve jasnih motiva tijekom vremena izgubile svoje mjesto u zakonskom tekstu.[2729]

Pravna podreguliranost, koja se manifestira izostankom cjelovitog i sveobuhvatnog zakonskog uređenja, ima svoje povijesno opravdanje. Dugo vremena društvenopolitičke

[2726] O razlozima postojanja takvog popisa s negativno enumeriranim okolnostima v. Bernasconi, Christophe, *op.cit*. (bilj. 5), str. 14. Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 69), Art. 5 HSC Rd. 1; Garcimartín, Francisco, Guillaume, Florence, *op.cit*. (bilj. 290), Rd. 10.42; Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 166. - 167. Monsenepwo, Justin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 311. – 312. Riječ je o okolnostima koje se redovito primjenjuju kad je riječ o neposredno držanim vrijednosnim papirima.

[2727] Ege, Reinhard, *op.cit*. (bilj. 8), str. 167. Kammel *et al.*, *op.cit*. (bilj. 2), str. 7-12. Za ocjenu da je nabrajanje suvišno v. Wust, Bernd, *op.cit*. (bilj. 7), str. 360. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 527.

[2728] Slično Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 146. O naglašenom pravnom riziku kao posljedici zakonskih nedorečenosti v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 979.

[2729] Zakonski tekst svojedobno je sadržavao enumerativni popis poslova skrbništva nad vrijednosnim papirima (čl. 68. ZTVP). Točan opseg skrbnikovih obveza proizlazio je iz ugovora o skrbništvu, kojim se skrbnik obvezivao za račun nalogodavca obavljati jedan ili više zakonom pobrojanih poslova (čl. 69. ZTVP).

okolnosti nisu ostavljale prostor za razvoj tržišta kapitala pa ni poredbeni propisi koji bi poslužili kao uzor nisu pronalazili put do hrvatskog zakonodavca. I prije nego što je tržište u punom smislu oživjelo prenosivi vrijednosni papiri prisilno su dematerijalizirani te je ustrojen središnji depozitorij u kojem je svaki ulagatelj bez značajnog troška mogao otvoriti račun vrijednosnih papira.[2730] Dematerijalizacija te izravan i troškovno beznačajan pristup središnjem depozitoriju zaslužni su da velik dio ulagatelja domaće vrijednosne papire drži neposredno.[2731] Posredno ih drže većinom institucionalni ulagatelji (*e.g.* društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, upravitelji alternativnih investicijskih fondova, mirovinska društva), kojima intermedijaciju nameću - a samim time i podrobnije uređuju - posebni propisi.[2732]

Važeći pravni okvir posrednog držanja vrijednosnih papira većinom je europskog pravnog podrijetla. Hrvatski zakonodavac zadovoljio se usklađivanjem s prilično skromnom europskom pravnom stečevinom kad i ako se za tim ukazala potreba, i to na način da su europske norme doslovno prevođene i ugrađivane u hrvatsko pravno tkivo, ne obaziruć se katkad na potrebu prilagodbe funkcionalno sročenog teksta na stranom jeziku hrvatskom pravnom izričaju i zatečenom pravom okruženju.[2733] Slijedeći europskog zakonodavca, hrvatsko pravo određuje tko može biti intermedijer i od čega mu se sastoji djelatnost, koje su obveze intermedijera po pitanju zaštite imovine klijenata, što mu je činiti kad na pohrani drži dionice s pravom glasa (koje su uvrštene na uređeno tržište) te koje je pravo mjerodavno za

[2730] O rokovima za dematerijalizaciju vrijednosnih papira izdanih prije stupanja na snagu ZIPVP (01.01.1996.) v. čl. 111. ZIPVP. Od stupanja na snagu tog zakona javnom ponudom mogli su se izdati samo nematerijalizirani vrijednosni papiri (čl. 81. st. 2. ZIPVP). Isto je vrijedilo i nakon prestanka važenja tog zakona (čl. 29. i 124. ZTVP). Za vrijednosne papire izdane prije stupanja na snagu ZIPVP kao i za dionice izdane tijekom postupka pretvorbe društvenih i javnih poduzeća vrijedila je presumpcija izdanja javnom ponudom (čl. 105. ZIPVP). O dematerijalizaciji dionica javnih dioničkih društava i onih dioničkih društava koja prije stupanja na snagu ZTVP nisu izdala isprave o dionicama v. čl. 159. st. 2. i 3. ZTVP. Za važeću obvezu izdavanja nematerijaliziranih vrijednosnih papira v. čl. 525. – 526. ZTK. O obvezi izdavanja dionica u obliku nematerijaliziranog vrijednosnog papira v. Barbić, Jakša, *op.cit*. (bilj. 2131), str. 90. – 91., 131.

[2731] Dugo vremena otvaranje računa vrijednosnih papira u središnjem depozitoriju i držanje imovine na tim računima za ulagatelje je bilo potpuno besplatno. Odnedavno SKDD naplaćuje ulagateljima naknadu za „održavanje pozicija vrijednosnih papira na računima ulagatelja“ ako vrijednost imovine na računu prelazi 1.000.000,00 EUR. Za detalje v. Cjenik Središnjeg klirinškog depozitarnog društva, dioničkog društva iz rujna 2025. dostupan na https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:250:1471785610387.

[2732] O držanju vrijednosnih papira posredstvom depozitara kod otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom, alternativnih investicijskih fondova te dobrovoljnih i obveznih mirovinskih fondova v. čl. 106. st. 1. t. 4. i čl. 221. ZOIFJP, čl. 91. st. 1. t. 4. i čl. 192. ZAIF, čl. 59. t. 7. i čl. 170. st. 1., čl. 172. st. 1. t. 1. ZOMF, čl. 68. st. 1. t. 7., čl. 245. st. 1., čl. 247. st. 1. t. 1. ZDMF.

[2733] O stvaranju instituta skrbništva u sklopu postupka harmonizacije s europskom pravnom stečevinom v. Tepeš, Nina, Skrbništvo i sustav zaštite, *op.cit*. (bilj. 674), str. 387. Tepeš, Nina, Investicijska društva i kreditne institucije kao subjekti ovlašteni za obavljanje poslova skrbništva, u: Slakoper, Zvonimir (ured.), Bankovni i financijski ugovori, Rijeka, 2007 (u daljnjem tekstu: Tepeš, Nina, Investicijska društva), str. 957.

neka stvarnopravna pitanja vezana uz držanje i raspolaganje zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima. Dominantno neeuropskog su podrijetla odredbe koje se tiču nematerijaliziranih vrijednosnih papira i obveza intermedijera kao strane ugovora o polaganju vrijednosnih papira.[2734]

Pohrana i administriranje financijskih instrumenata za račun klijenata, uključujući i poslove skrbništva i sa skrbništvom povezane usluge, pomoćna je usluga u smislu čl. 5. st. 2. t. 1. ZTK, odnosno ostala financijska usluga u smislu čl. 8. st. 1. t. 14. ZOKI-ja, koju na teritoriju Republike Hrvatske smiju obavljati investicijska društva i kreditne institucije s odgovarajućim odobrenjem za rad (čl. 6., 37. i 38. ZTK; čl. 60. ZOKI).[2735] Skrbnik je sudionik u smislu ZKN, investicijsko društvo ili kreditna institucija, koja u skladu sa ZTK-om i dozvolom HANFA-e, odnosno odobrenjem HNB-a ili drugog nadležnog tijela, obavlja poslove skrbništva nad vrijednosnim papirima (čl. 1.1. Pravila SKDD-a). Posrednik u smislu ZTD-a osoba je koja pohranjuje vrijednosne papire ili upravlja vrijednosnim papirima ili vodi depozitne račune za dioničare ili druge osobe ako te djelatnosti obavlja u vezi s dionicama društva koje ima sjedište u državi članici Europske unije ili u drugoj državi Sporazuma o Europskom gospodarskom prostoru (čl. 297.a st. 4. ZTD)[2736]. Intermedijeri posredstvom kojih ulagatelji drže vrijednosne papire u Republici Hrvatskoj u većini slučajeva kreditne su institucije s odobrenjem HNB-a, ishođenim temeljem prethodne suglasnosti HANFA-e, za obavljanje poslova skrbništva nad financijskim instrumentima i pružanje usluga vezanih uz skrbništvo nad financijskim instrumentima u skladu sa zakonom koji uređuje tržište kapitala.[2737] Osim kreditnih institucija i investicijskih društava, među intermedijere u Republici Hrvatskoj spada i SKDD – hrvatski središnji depozitorij u smislu čl. 558. st. 1 ZTK. Uz to što pruža uslugu središnjeg vođenja

[2734] O bliskosti ugovora o polaganju vrijednosnih papira i ugovora o skrbništvu te, posljedično, o podrednoj primjeni odredaba čl. 1002. – 1006. ZOO na ugovore o skrbništvu v. Slakoper, Zvonimir, Polaganje, skrbništvo i upravljanje portfeljem vrijednosnih papira, u: Slakoper, Zvonimir (ured.), Bankovni i financijski ugovori, Rijeka, 2007., str. 939. – 940. Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 144.

[2735] Do stupanja na snagu ZTK poslove skrbništva nad vrijednosnim papirima mogle su obavljati samo banke kojima je HANFA odobrila obavljanje tih poslova (čl. 69. st. 2. ZTVP). Za raspravu o nejednakoj nomenklaturi u pravnim izvorima v. Tepeš, Nina, Skrbništvo i sustav zaštite, *op.cit*. (bilj. 674), str. 389. – 397., 416. Za tezu da uslugu skrbništva mogu pružati i financijske institucije v. Tepeš, Nina, Investicijska društva, *op.cit*. (bilj. 2733), str. 962.

[2736] čl. 2. t. (d) SRD

[2737] Uz kreditne institucije, četiri investicijska društva registrirana su za pružanje pomoćne usluge iz čl. 5. st. 2. t. 1. ZTK. Za taj podatak v. https://www.hanfa.hr/registri/investicijska-drustva/registar-drustava-ovlastenih-pruzati-investicijske-usluge-i-obavljati-investicijske-aktivnosti/ na dan 8. listopada 2025.

računa iz Odjeljka A t. 2 Priloga CSDR, SKDD prima vrijednosne papire o kojima su izdane isprave na zbirnu pohranu (čl. 114. *et seq*. Pravila SKDD).[2738]

Prenosive vrijednosne papire hrvatsko pravo dijeli samo s obzirom na pojavni oblik, ne i s obzirom na način držanja. Alternativa nematerijaliziranim vrijednosnim papirima odnedavno su imobilizirani vrijednosni papiri, isprave o kojima su položene na zbirnu pohranu kod središnjeg depozitorija (čl. 523. t. 1. i 2. ZTK). Zajedničko im je to što se u pravnom prometu pojavljuju u vidu elektroničkog zapisa, koji kod svakog od njih ima različitu funkciju. Elektronički zapis može biti nematerijalizirani vrijednosni papir ili predstavljati imobilizirani vrijednosni papir. O pravnim posljedicama imobilizacije hrvatsko pravo ne nudi nikakve informacije.[2739] Jedino što sadrži detalji su vezani uz njezinu tehničku provedbu (čl. 525. st. 2. i čl. 527. st. 3. ZTK; čl. 114. – 118. Pravila SKDD; čl. 63. – 70. Upute SKDD).

U hrvatskom pravu zbirna pohrana iznimka je od pravila. Po mišljenju hrvatske doktrine, zakonska obveza čuvanja deponiranih vrijednosnih papira (čl. 1004. st. 1. ZOO) zahtijeva odvajanje od drugih vrijednosnih papira.[2740] Držanje financijskih instrumenata klijenata na zbirnoj pohrani hrvatsko pravo uvjetuje ishođenjem izričite suglasnosti klijenta te, ako je riječ o malom ulagatelju, prethodnim izričitim upozorenjem intermedijera na rizike i značenje takvog načina držanja imovine (čl. 10. st. 1. t. 2.b. Pravilnika).[2741] O razlikama u razini zaštite, troškovima i pravnim posljedicama zbirne i odvojene pohrane javno su se obvezni oglasiti središnji depozitorij i njegovi članovi (čl. 30. st. 6. CSDR).

[2738] O djelatnosti kao razlikovnom obilježju intermedijera podrobnije *supra*, str. 22. *et seq*. Hrvatski središnji depozitorij (SKDD) sličan je engleskom CREST-u po tome što oba za svoje klijente vode račune na koje upisuju nematerijalizirane vrijednosne papire i što, imajući ih upisane na svojim računima, ti klijenti takve vrijednosne papire drže neposredno. Središnji depozitoriji jedini su intermedijeri prisutnost kojih ne povlači nužno za sobom posredno držanje vrijednosnih papira.

[2739] Nejasan je, primjerice, utjecaj polaganja vrijednosnih papira na zbirnu pohranu i njihovog miješanja s ekvivalentnim vrijednosnim papirima drugih osoba na (stvarna) prava na tim vrijednosnim papirima. Postavlja se pitanje jesu li i dalje vlasnici isprava, jesu li zbog miješanja postali suvlasnici ili im je stvarno pravo možda suspendirano dok traje imobilizacija.

[2740] Slakoper, Zvonimir, u: Gorenc, Vilim (ured.), Komentar Zakona o obveznim odnosima, Zagreb, 2014, str. 1637., 1641. Kao uvjet dopuštenost zbirne pohrane literaturi se spominje ugovaranje bančine isplate umjesto vraćanja vrijednosnih papira (čl. 1005. st. 3. ZOO).

[2741] O takvom upozorenju pohvalno Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 157. – 158. Po njezinom mišljenju, takvo upozorenje trebali bi davati i depozitari UCITS fondova. O tome v. i odredbu čl. 748. st. 1. ZOO., koja skladištaru ne dopušta miješanje zamjenljive stvari sa stvarima iste vrste i iste kakvoće, osim ako je *inter alia* očito da je riječ o stvarima koje se mogu miješati bez opasnosti od nastanka štete za ostavodavca. Za ulagatelje opasnost ne predstavlja sam čin miješanja ekvivalentnih vrijednosnih papira, već rizik manjka u zbirnom portfelju. O primjeni odredbe čl. 484. OR (*i.e.* švicarskog pandana hrvatske odredbe čl. 748. ZOO), koja skladištaru ne dopušta miješanje zamjenjivih stvari bez izričite suglasnosti ostavodavca, na zbirnu pohranu u švicarskom pravu v. Kühn, Svenja, *op.cit*. (bilj. 30), str. 121. Zellweger-Gutknecht, Corinne, *op.cit*. (bilj. 5), str. 91.

U Republici Hrvatskoj sustav posrednog držanja dijelom je netransparentan, a dijelom transparentan. O identitetu zakonitih imatelja zbirno pohranjenih vrijednosnih papira, koji se drže na zbirnim transakcijskim skrbničkim računima, središnji depozitorij nema saznanja pa je u tom dijelu sustav posrednog držanja netransparentan (čl. 156. t. b) Upute SKDD; čl. 183. st. 1. t. k. r. 1. Pravila SKDD). Sustav je transparentan ako se pohranjeni vrijednosni papiri drže odvojeno na posebnom računu za svakog njihovog zakonitog imatelja.[2742] Identitet zakonitog imatelja nematerijaliziranih vrijednosnih papira na transakcijskom skrbničkom računu na ime poznat je ne samo središnjem depozitoriju, već i svakom tko napravi uvid u njegove evidencije (čl. 183. st. 1. t. l. r. 1. Pravila SKDD).

Uz primitak vrijednosnih papira na pohranu hrvatsko pravo ne veže intermedijerovo stjecanje prava na tim vrijednosnim papirima ni iz tih vrijednosnih papira. Polažući vrijednosne papire na pohranu ulagatelji zadržavaju prava koja su imali dok su ih držali neposredno.[2743] To što ih drže na računu koji glasi na njihovo ime u središnjem depozitoriju ne znači da su intermedijeri zakoniti imatelji nematerijaliziranih vrijednosnih papira o kojima skrbe (čl. 528. st. 4. ZTK). Hrvatsko pravo, stoga, spada među - *Thévenozovim* riječima – pravne poretke „direktnog vlasništva".[2744] Budući da interpolacija intermedijera između ulagatelja i izdavatelja ne prekida njihov direktan odnos, hrvatsko pravo primjer je tzv. sustava direktnog ostvarenja.[2745] Iako nisu zakoniti imatelji, intermedijeri su legitimirani zahtijevati ispunjenje obveze iz pohranjenih vrijednosnih papira, a izdavatelji se oslobađaju te obveze njezinim ispunjenjem intermedijerima.[2746]

Ulagatelje hrvatsko pravo štiti od kreditnog rizika intermedijera izrijekom propisujući da financijski instrumenti klijenata nisu vlasništvo intermedijera, da ne ulaze u njegovu

[2742] O tome v. i Čulinović-Herc/Zubović/Derenčinović Ruk, *op.cit*. (bilj. 30), str. 28.
[2743] Za tezu da ulagatelj ostaje zakoniti imatelj dionice koja se vodi na skrbničkom računu kod SKDD v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Ostvarivanje prava glasa, *op.cit*. (bilj. 6), str. 363. Tako i Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 989. – 990., koji navode da vrijednosni papiri povjereni na skrbništvo ostaju u pripadnosti onoga tko ih je povjerio skrbniku i za čiji račun ih skrbnik drži odnosno njima upravlja, što je u slučaju skrbničkog lanca krajnji ulagatelj.
[2744] O takvim pravnim poretcima podrobnije *supra*, str. 62. *Cf*. Kunda, Ivana, *op.cit*. (bilj. 17), str. 297. – 298., koja govori o podobliku neizravnog držanja koji je funkcionalno ekvivalentan izravnom držanju.
[2745] O takvim pravnim sustavima podrobnije *supra*, str. 63.
[2746] Za raspravu o tome treba li kod vrijednosnih papira na ime skrbnik biti opunomoćen da bi mogao ostvarivati prava koja iz njih proizlaze v. Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2740), str. 1638. – 1639. O potrebi punomoćničkog prijenosa prava iz vrijednosnih papira o kojima su izdane isprave v. Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2734), str. 937. O tome tko je zakoniti imatelj vrijednosnih papira na ime, tko je ovlašten zahtijevati ispunjenje prava iz koja iz njih proizlaze i kad se skrbnik oslobađa obveze iz takvih vrijednosnih papira v. čl. 1140. st. 3., čl. 1141. i čl. 1154. st. 1. ZOO. O ulozi SKDD kao platnog agenta v. čl. 461. t. 6. Upute, kad je riječ o dividendi, odnosno čl. 595. st.1. Upute, kad je riječ o kamati.

imovinu, likvidacijsku i stečajnu masu kao i da ne mogu biti predmet ovrhe u svezi s tražbinama prema intermedijeru (čl. 80. st. 8. ZTK; čl. 183. st. 1. t. l. r. 3. i t. k. r. 3. Pravila SKDD).[2747] Intermedijera hrvatsko pravo obvezuje uspostaviti i primjenjivati odgovarajuće mjere za zaštitu prava vlasništva klijenta, posebno u slučaju vlastite insolventnosti (čl. 80. st. 1. ZTK)[2748]. O zahtjevu koji treća osoba istakne glede pohranjenih vrijednosnih papira intermedijer je obvezan izvijestiti klijenta (čl. 1006. ZOO). Zaštiti od kreditnog rizika intermedijera u hrvatskom pravu namijenjen je i Fond za zaštitu ulagatelja, iz kojeg se nastane li osigurani slučaj u smislu čl. 257. ZTK klijentima u smislu čl. 262. st. 1. ZTK namiruju zaštićene tražbine u smislu čl. 258. ZTK do iznosa iz čl. 261. st. 1. ZTK.

Od rizika intermedijerove zlouporabe ulagatelje štiti intermedijerova obveza organizacijski se ustrojiti na odgovarajući način kako bi se rizik gubitka ili smanjenja imovine klijenata ili prava u vezi s tom imovinom, koji je nastao kao rezultat zlouporabe imovine, prijevare, lošeg administriranja, neprimjerenog vođenja evidencije ili nemara, sveo na najmanju moguću mjeru (čl. 80. st. 4. t. 6. ZTK, čl. 9. st. 3. Pravilnika)[2749].

Zaštiti od rizika intermedijera namijenjena je i vrlo naglašena obveza segregacije imovine klijenata.[2750] Intermedijere hrvatsko pravo obvezuje voditi evidencije i račune na način da u svakom trenutku i bez odgađanja mogu razlikovati imovinu koju drže za jednog klijenta od imovine koju drže za bilo kojeg drugog klijenta i od vlastite imovine (čl. 80. st. 4. t. 1. ZTK; čl. 10. st. 1. t. 1. Pravilnika)[2751]. Nematerijalizirane vrijednosne papire svojih klijenata intermedijeri su obvezni držati na transakcijskim skrbničkim računima – bilo da je riječ o zbirnim računima ili onima na ime – u središnjem depozitoriju (čl. 183. st. 1. t. l. r. 3. i t. k. r. 3. Pravila SKDD).[2752] Kad je pohranu financijskih instrumenata klijenata prepustio trećoj osobi, intermedijera hrvatsko pravo obvezuje poduzimati mjere potrebne kako bi se osiguralo da se svi financijski instrumenti klijenata koji su deponirani kod treće osobe jasno razlikuju od financijskih instrumenata koji pripadaju intermedijeru i od financijskih instrumenata koji

[2747] O primjenjivosti odredaba čl. 801. – 803. ZOO, koje uređuju komitentova prava na tražbine iz posla s trećim, ograničenje prava komisionarovih vjerovnika i stečaj komisionara, na pohranu vrijednosnih papira v. Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2740), str. 1639.
[2748] čl. 13. st. 7. MiFID I; čl. 16. st. 8. MiFID II; čl. 16. st. 1. t. (f) MiFID Provedbene Direktive
[2749] čl. 2. st. 1. t. (f) MiFID Delegirane Direktive; čl. 16. st. 1. t. (f) MiFID Provedbene Direktive
[2750] O važnosti „načela odvojenosti imovine" v. Tepeš, Nina, Skrbništvo i sustav zaštite, *op.cit*. (bilj. 674), str. 400. *et seq*.
[2751] čl. 2. st. 1. t. (a) MiFID Delegirane Direktive; čl. 16. st. 1. t. (a) MiFID Provedbene Direktive
[2752] O oborivoj presumpciji nepripadnosti vrijednosnih papira na skrbničkom računu skrbniku v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 990.

pripadaju toj trećoj osobi, bilo da je riječ o vođenju na odvojenim računima u knjigama treće osobe ili o drugim istovjetnim mjerama kojima se postiže ista razina zaštite (čl. 80. st. 4. t. 4. ZTK; čl. 10. st. 1. t. 5. Pravilnika)[2753]. Hrvatsko pravo zahtijeva da se financijski instrumenti klijenta, kad su pohranjeni kod treće osobe, vode na ime intermedijera za račun klijenta ili klijenata (čl. 13. st. 1. Pravilnika). Vođenje na ime treće osobe ili na ime i za račun intermedijera dopušteno je samo kad je riječ o stranim financijskim instrumentima, i to pod uvjetom da je takav način vođenja u najboljem interesu klijenta (što je intermedijer utvrdio poduzevši razumne korake u tu svrhu) ili da drugačiji način vođenja nije moguć (jer ga ne dopušta strano pravo ili običaji na stranom tržištu) (čl. 13. st. 2. Pravilnika).[2754] Ugovorom sklopljenim s intermedijerom treća osoba treba se obvezati da će financijske instrumente klijenata držati odvojeno od vlastitih financijskih instrumenata (čl. 14. st. 1. t. 4. Pravilnika) i da će intermedijerov račun s financijskim instrumentima njegovih klijenata označiti u svojim evidencijama na način da je jasno vidljivo da navedeni financijski instrumenti nisu vlasništvo intermedijera (čl. 14. st. 1. t. 2. Pravilnika).

Uz obvezu segregacije usko je vezana obveza evidentiranja (odvojeno držane imovine). Intermedijere hrvatsko pravo obvezuje voditi evidencije i račune na način koji osigurava njihovu točnost i omogućuje njihovu upotrebu za revizijski trag (čl. 80. st. 4. t. 2. ZTK)[2755]. Osim toga, intermedijeri su obvezni redovito (po svakoj promjeni, a najmanje jednom mjesečno) usklađivati svoje račune i evidencije s računima i evidencijama trećih osoba kod kojih je deponirana imovina klijenata (čl. 80. st. 4. t. 3. ZTK; čl. 10. st. 1. t. 6. Pravilnika)[2756]. Opis načina vođenja evidencija o financijskim instrumentima klijenata obvezni je sastojak ugovora o pohrani financijskih instrumenata između intermedijera i treće osobe (čl. 14. st. 1. t. 6. Pravilnika).

Primljene vrijednosne papire intermedijer je obvezan čuvati pozornošću dobrog gospodarstvenika (čl. 1004. st. 1. ZOO)[2757] te ih je na zahtjev svog klijenta u svako doba obvezan vratiti (čl. 1005. st. 1. ZOO)[2758].

[2753] čl. 2. st. 1. t. (d) MiFID Delegirane Direktive; čl. 16. st. 1. t. (d) MiFID Provedbene Direktive
[2754] Intermedijer je o tome obvezan obavijestiti klijenta, navodeći mu popratne rizike, to evidentirati u ugovorima s klijentom i na intermedijerovim računima kako ne bi bilo prijepora o vlasništvu imovine.
[2755] čl. 2. st. 1. t. (b) MiFID Delegirane Direktive; čl. 16. st. 1. t. (b) MiFID Provedbene Direktive
[2756] čl. 2. st. 1. t. (c) MiFID Delegirane Direktive; čl. 16. st. 1. t. (c) MiFID Provedbene Direktive
[2757] Slična obveza proizlazi iz čl. 727. st. 1. ZOO, kad je riječ ostavoprimcu, i čl. 744. st.1. ZOO, kad je riječ o skladištaru.
[2758] Slična obveza proizlazi iz čl. 731. ZOO, kad je riječ ostavoprimcu, i čl. 744. st.1. ZOO, kad je riječ o skladištaru.

Hrvatsko pravo intermedijerima načelno ne dopušta korištenje financijskim instrumentima koje drže za klijenta za vlastiti račun ni za račun druge osobe (uključujući drugog klijenta), bilo sklapajući ugovore o transakcijama financiranja vrijednosnih papira bilo na neki drugi način. Koristiti takve financijske instrumente intermedijeri smiju samo ako i pod uvjetima pod kojima im je klijent dao izričitu prethodnu suglasnost (čl. 80. st. 1. ZTK; čl. 18. st. 1. Pravilnika; čl. 38. st. 7. CSDR)[2759]. Kad su financijski instrumenti na zbirnom računu kod treće osobe, suglasiti se trebaju svi klijenti za koje intermedijer drži te financijske instrumente ako intermedijer nije ustrojio sustav kontrole koji osigurava korištenje isključivo financijskih instrumenata samo onih klijenata koji su dali izričitu prethodnu suglasnost (čl. 18. st. 2. Pravilnika)[2760]. Intermedijere hrvatsko pravo obvezuje na poduzimanje mjera za sprečavanje neovlaštenog korištenja financijskih instrumenata klijenta za vlastiti račun ili za račun bilo koje druge osobe (čl. 19. st. 1. Pravilnika), poput ugovaranja s klijentom onog što će intermedijer poduzeti ako klijent neće imati dovoljno sredstava na računu na datum namire (primjerice, pozajmiti odgovarajuće vrijednosne papire za račun klijenta ili zatvoriti pozicije) (čl. 19. st. 2. t. 1. Pravilnika)[2761], pažljivog praćenja predvidive mogućnosti izvršenja na datum namire te uspostave korektivnih mjera ako se izvršenje ne može ostvariti (čl. 19. st. 2. t. 2. Pravilnika)[2762] te pomnog praćenje i žurnog zahtijevanja vrijednosnih papira koji nisu isporučeni na dan namire i nakon toga (čl. 19. st. 2. t. 3. Pravilnika)[2763].

Intermedijerima hrvatsko pravo načelno ne dopušta opterećivanje financijskih instrumenata klijenta u korist treće osobe koja bi time stekla pravo raspolaganja tim financijskim instrumentima radi namirenja dugova nevezanih uz klijenta ili pružanje usluga klijentu (čl. 80. st. 6. ZTK)[2764]. Ugovorom sklopljenim s intermedijerom treća osoba treba se obvezati da založno pravo na financijskim instrumentima na intermedijerovom računu neće zasnivati odnosno ostvarivati radi osiguranja odnosno namirenja tražbine, osim do iznosa troškova vođenja, administriranja i pohrane financijskih instrumenata na računu ili kada klijent ne osigura financijske instrumente potrebne za namiru (čl. 14. st. 1. t. 1. pt. a. i b. Pravilnika). Opterećivanje financijskih instrumenata klijenta u korist treće osobe radi osiguranja namirenja dugova nevezanih uz klijenta ili pružanje usluga klijentu hrvatsko pravo dopušta samo kad to zahtijeva pravo treće države pod uvjetom da je intermedijer o tome obavijestio klijenta,

[2759] čl. 13. st. 7. MiFID I; čl. 16. st. 8. MiFID II; čl. 16. st. 1. t. (f) MiFID Provedbene Direktive; čl. 5. st. 1. MiFID Delegirane Direktive; čl. 19. st. 1. MiFID Provedbene Direktive
[2760] čl. 5. st. 2. MiFID Delegirane Direktive; čl. 19. st. 2. MiFID Provedbene Direktive
[2761] čl. 5. st. 3. t. (a) MiFID Delegirane Direktive
[2762] čl. 5. st. 3. t. (b) MiFID Delegirane Direktive
[2763] čl. 5. st. 3. t. (c) MiFID Delegirane Direktive
[2764] čl. 2. st. 4. MiFID Delegirane Direktive

navodeći mu popratne rizike, i da je to evidentirao u ugovoru s klijentom i na intermedijerovim računima kako ne bi bilo prijepora o vlasništvu imovine (čl. 80. st. 6. ZTK; čl. 11. st. 3. i 4. Pravilnika)[2765]. Pod gotovo jednakim uvjetima ne vrijedi ni ugovorna obveza treće osobe o nezasnivanju odnosno neostvarivanju založnog prava na financijskim instrumentima klijenata (čl. 14. st. 1. t. 1. pt. c. Pravilnika).[2766]

Intermedijerima hrvatsko pravo ne nameće obveze administriranja vrijednosnih papira primljenih na pohranu. Ali ako ih preuzmu, obvezni su pridržavati se propisanih ograničenja odnosno izvršavati ih na propisani način.

Iako ga obvezuje da za račun klijenta poduzima sve radnje potrebne za očuvanje i ostvarivanje klijentovih prava iz vrijednosnih papira (čl. 1004. st. 1. ZOO)[2767], intermedijeru hrvatsko pravo dopušta da ugovorom otkloni obvezu naplaćivati dospjele kamate te glavnicu i uopće sve iznose na koje položeni vrijednosni papiri daju pravo čim oni dospiju za naplatu (čl. 1004. st. 2. ZOO). Novčanu svotu koju je primio s naslova prava iz vrijednosnih papira intermedijer nije ovlašten zadržati već ju je obvezan odmah po primitku prepustiti klijentu (čl. 1004. st. 3. ZOO).[2768] Uvjeti i način primanja odnosno isplate dividende, kamata i drugih prava koja po osnovi financijskog instrumenta pripadaju klijentima (čl. 14. st. 1. t. 7. Pravilnika) te postupanje s korporativnim akcijama (čl. 14. st. 1. t. 8. Pravilnika) obvezni su sadržaj ugovora o pohrani financijskih instrumenata između intermedijera i treće osobe.

Intermedijeru hrvatsko pravo dopušta ostvarivati pravo glasa iz dionica koje mu ne pripadaju, i to temeljem punomoći (čl. 292. st. 1. r. 1. ZTD) kad je riječ o dionicama u pogledu kojih nije upisan kao imatelj u registru dionica, odnosno temeljem za to dobivene ovlasti (čl. 292. st. 6. r. 1. ZTD)[2769] kad je riječ o dionicama u pogledu kojih je upisan kao imatelj u registru dionica. Pritom ga obvezuje držati se izričitih uputa dioničara. Samo ako ga dioničar nije uputio, intermedijer smije glasovati u skladu s prijedlozima organa izdavatelja ili vlastitim prijedlozima koji su dioničarima pravovremeno učinjeni dostupnim (čl. 292. st. 1., 2. i 4. ZTD.). Dajući prijedloge, intermedijer se treba voditi isključivo interesima dioničara. Odstupiti od uputa

[2765] čl. 2. st. 4. MiFID Delegirane Direktive
[2766] Osim kad to zahtijeva propis strane države, ugovorna obveza ne mora vrijediti ni ako je založno pravo nužan uvjet za sudjelovanje na lokalnom tržištu.
[2767] O toj obvezi podrobnije v. Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2740), str. 1638. Osim poduzimanja radnji koje ne trpe odgađanje, ta se obveza – po mišljenju Slakopera – može protegnuti i na poduzimanje odgovarajućih pravnih postupaka.
[2768] O toj obvezi podrobnije v. Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2740), str. 1639. Takva obveza komisionara izrijekom proizlazi iz odredaba čl. 794. st. 2. i 3. ZOO. Za obvezu ostavoprimca vratiti plodove i koristi stvari v. čl. 731. st. 1. ZOO.
[2769] O toj ovlasti podrobnije v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Ostvarivanje prava glasa, *op.cit*. (bilj. 6), str. 363. *et seq*.

dioničara ili vlastitih prijedloga intermedijer smije samo ako mu okolnosti daju za pravo zaključiti da bi dioničar - kad bi znao pravo stanje stvari - odobrio takvo odstupanje (čl. 292. st. 3. ZTD).[2770] Ni kad je riječ o dionicama u pogledu kojih je upisan kao imatelj u registru dionica, intermedijera hrvatsko pravo ne obvezuje na ostvarivanje prava glasa niti na aktivno traženje uputa za glasovanje.[2771]

Da bi dioničar mogao osobno ostvarivati pravo glasa na glavnoj skupštini izdavatelja, hrvatsko pravo obvezuje dioničarevog intermedijera da dioničaru na njegov zahtjev preda pisani dokaz o sudjelovanju njegovih dionica u temeljnom kapitalu ili prenijeti takav dokaz izdavatelju (čl. 297.c ZTD)[2772].[2773]

Intermedijera hrvatsko pravo obvezuje bez odgađanja proslijediti dioničaru (elektroničku) potvrdu koju je primio od izdavatelja, i to o prispijeću glasa danog elektroničkom komunikacijom (čl. 274. st. 6. r. 3. ZTD) te o korištenju prava glasa na glavnoj skupštini i o tome kako je glasovao (čl. 285. st. 6. t. 3. ZTD)[2774].

Intermedijera koji je karika skrbničkog lanca hrvatsko pravo obvezuje da primljene podatke u propisanom roku proslijedi (prema) onome kome su namijenjeni. To može biti intermedijer na nižoj kariki lanca kad je riječ o podacima o korporativnim događajima koje je primio od izdavatelja ili intermedijera na višoj kariki lanca (čl. 297.a ZTD) ili o pozivu na glavnu skupštinu i o izmijenjenom dnevnom redu koje je izdavatelj priopćio intermedijeru (čl. 281. st. 5. r. 3. u svezi s st. 1. r. 1. i 3. ZTD).[2775] To može biti i intermedijer na višoj kariki lanca kad je riječ o podacima odnosno uputama dobivenim od intermedijera na nižoj kariki lanca koje potječu od dioničara a tiču se ostvarivanja njegovih prava iz dionica uvrštenih na uređeno tržište s ciljem da ih u konačnici pravovremeno i na odgovarajući način primi intermedijer koji je upisan u registru dionica (čl. 297.c r. 2. i 3. ZTD).

Dioničarevog intermedijera (tzv. posljednjeg posrednika) hrvatsko pravo obvezuje, s jedne strane, dioničaru pravovremeno i na odgovarajući način prenijeti sve dobivene podatke o

---

[2770] Striktno gledano, odstupanje s takvim opravdanjem zakon dopušta samo kad je riječ o vlastitim prijedlozima intermedijera. Mogućnost odstupanja od dioničarevih uputa doktrina temelji na podrednoj primjeni odredbe čl. 766. st. 1. ZOO, koja uređuje odnos nalogodavca i nalogoprimca. O tome v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Ostvarivanje prava glasa, *op.cit*. (bilj. 6), str. 366.

[2771] O tome v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Ostvarivanje prava glasa, *op.cit*. (bilj. 6), str. 365., 373.

[2772] čl. 5. st. 1. Provedbene Uredbe

[2773] *Cf*. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Ostvarivanje prava glasa, *op.cit*. (bilj. 6), str. 361. – 362., koji – oslanjajući se na stanje propisa u tom trenutku – zakonitim imateljima dionica na skrbništvu koji ne bi bili upisani u registru dionica uskraćuju mogućnost legitimiranja prema izdavatelju radi ostvarivanja prava iz tih dionica koristeći se *e.g.* potvrdom skrbnika koji je upisan u registru dionica da skrbi o dionicama te osobe, potvrdom skrbnika kako je ta osoba jedan od ulagatelja čije se dionice vode na zbirnom skrbničkom računu.

[2774] čl. 3.c st. 2 SRD.

[2775] Obveza prijenosa podataka o korporativnim događajima ne vrijedi ako taj intermedijer zna da je druga osoba već poslala te podatke tom drugom intermedijeru.

korporativnim događajima (čl. 297.b ZTD) te, s druge strane, izdavatelju ili intermedijeru na višoj kariki skrbničkog lanca prenijeti podatke odnosno upute koje je dobio od dioničara o ostvarivanju njegovih prava iz dionica uvrštenih na uređeno tržište (čl. 297.c r.1. ZTD)[2776].

Intermedijera hrvatsko pravo obvezuje da, uz naknadu za to potrebnih troškova, izdavatelju daje sve podatke potrebne za vođenje registra dionica (čl. 226. st. 3. r. 3. ZTD).

Ako nema podatke o identitetu dioničara koje od njega zahtijeva izdavatelj dionica uvrštenih na uređeno tržište, intermedijera koji je karika skrbničkog lanca hrvatsko pravo obvezuje proslijediti takav zahtjev intermedijeru na nižoj kariki skrbničkog lanca s ciljem da ga u konačnici primi dioničarev intermedijer, koji ima te podatke (čl. 297.d ZTD)[2777]. Ako zahtjev nije primio neposredno od izdavatelja, dioničarevog intermedijera hrvatsko pravo obvezuje prenijeti te podatke intermedijeru na višoj kariki lanca s ciljem da ih u konačnici primi intermedijer od kojeg ih je izdavatelj zahtijevao (čl. 297.d st. 3. ZTD). Kršenje te obveze hrvatsko pravo sankcionira prekršajem (čl. 631. st. 1. t. 16. ZTD). Intermedijera od kojeg je izdavatelj zahtijevao podatke o identitetu dioničara hrvatsko pravo obvezuje bez odgađanja primljene podatke proslijediti izdavatelju (čl. 297.d st. 4. r. 3. ZTD).

Kod prepuštanja vrijednosnih papira koje je primio na pohranu trećoj osobi, deponiravši ih na jedan ili više računa koje ta osoba vodi, intermedijera hrvatsko pravo obvezuje na postupanje s pažnjom dobrog stručnjaka prilikom odabira, imenovanja i redovitih provjera treće osobe, kao i postupaka za držanje i pohranu navedenih financijskih instrumenata (čl. 81. st. 1. ZTK; čl. 12. st. 2. Pravilnika)[2778].[2779] Obveza intermedijera voditi je računa o stručnosti i tržišnom ugledu treće osobe, kao i o svim uvjetima vezanim uz držanje financijskih instrumenata koji bi mogli imati negativne učinke na prava klijenata, te periodički a najmanje jednom godišnje preispitivati odabir treće osobe i navedene aranžmane i rizike koji iz toga proizlaze (čl. 81. st. 2. ZTK; čl. 12. st. 2. t. 1. - 3. Pravilnika)[2780]. Pohranu financijskih instrumenata klijenata kod treće osobe u drugoj državi hrvatsko pravo načelno dopušta samo

[2776] čl. 3.b st. 4. SRD.
[2777] čl. 3.a st. 2. i 3 SRD
[2778] čl. 3. st. 1. MiFID Delegirane Direktive; čl. 17. st. 1. MiFID Provedbene Direktive; Odgovornost za *culpa in eligendo* i *culpa in instruendo* proizlazi i iz odredbe čl. 767. st. 3. ZOO.
[2779] Sukladno čl. 12. st. 3. Pravilnika, treća osoba može, ovisno o okolnostima, biti: 1. burza, uređeno tržište, klirinško društvo, drugo investicijsko društvo, druga ugovorna strana u OTC transakciji, društvo za upravljanje koje vodi registar udjela; 2. skrbnik (banka sa sjedištem u trećoj državi čije aktivnosti podliježu posebnim propisima i nadzoru, kreditna institucija ili investicijsko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koje ima dozvolu za obavljanje pomoćne usluge iz članka 5. stavka 2. točke 1. ZTK ili kreditna institucija ili investicijsko društvo iz države članice koja ima dozvolu za obavljanje poslova skrbništva).
[2780] čl. 3. st. 1. MiFID Delegirane Direktive; čl. 17. st. 1. MiFID Provedbene Direktive

ako je u toj državi takva pohrana uređena posebnim propisom i podvrgnuta nadzoru, a ta treća osoba (kao i svaki onaj kome delegira bilo koju od svojih funkcija vezanih uz držanje i pohranu financijskih instrumenata) podliježe tom posebnom propisu i nadzoru (čl. 12. st. 4. Pravilnika)[2781]. Pohrana u državi u kojoj nije uređena i nadzirana dopuštena je samo ako to zahtijeva ili vrsta financijskog instrumenta odnosno investicijske usluge povezane s tim instrumentom (čl. 12. st. 5. t. 1. Pravilnika)[2782] ili profesionalni ulagatelj pisanim putem (čl. 12. st. 5. t. 2. Pravilnika)[2783].

Hrvatsko pravo vrlo je suzdržano po pitanju odgovornosti intermedijera za štetu koja njegovom klijentu nastane vezano uz pohranu ili administriranje klijentovih vrijednosnih papira zbog radnje ili propusta intermedijera ili treće osobe kojoj je intermedijer prepustio klijentove vrijednosne papire na pohranu.[2784] U zakonskom tekstu nema spomena o intermedijerovoj odgovornosti za štetu koju je klijentu uzrokovao vlastitim radnjama i propustima. U literaturi postoji shvaćanje po kojem se – budući da je riječ o profesionalcu – na intermedijerovu obvezu čuvanja vrijednosnih papira na odgovarajući način primjenjuju odredbe o obvezama skladištara, što na intermedijera navaljuje odgovornost za slučajnu propast i oštećenje vrijednosnih papira (čl. 745. st. 1. ZOO).[2785] Intermedijerima hrvatsko pravo ne dopušta isključenje ni ograničenje odgovornosti za štetu uzrokovanu kršenjem zakonskih uvjeta pod kojima smiju ostvarivati pravo glasa na glavnoj skupštini (čl. 292. st. 9. ZTD). Kod prepuštanja pohrane financijskih instrumenata klijenata trećoj osobi, hrvatsko pravo zahtijeva da se u općim uvjetima intermedijera ili ugovoru s klijentom jasno istakne opseg intermedijerove odgovornosti u slučaju insolventnosti treće osobe, uključujući i odgovornost intermedijera za odabir treće osobe (čl. 12. st. 6. Pravilnika). Obvezujući ga na postupanje s pažnjom dobrog stručnjaka prilikom odabira treće osobe, hrvatsko pravo intermedijeru navaljuje odgovornost za *culpa in*

[2781] čl. 3. st. 2. i 4. MiFID Delegirane Direktive; čl. 17. st. 2. MiFID Provedbene Direktive
[2782] čl. 3. st. 3. t. (a) i st. 4. MiFID Delegirane Direktive; čl. 17. st. 3. t. (a) MiFID Provedbene Direktive
[2783] čl. 3. st. 3. t. (b) i st. 4. MiFID Delegirane Direktive; čl. 17. st. 3. t. (b) MiFID Provedbene Direktive
[2784] Odgovornost intermedijera bila je zakonski uređena do stupanja na snagu ZTK. Sukladno odredbi čl. 70. st. 5. ZTVP, skrbnik je odgovarao za svu štetu koju je njegov klijent pretrpio zbog nedostataka u ispunjenju ugovora o skrbništvu, uključujući i izmaklu dobit. Osim toga, skrbnik nije mogao ograničiti svoju odgovornost za štetu iz ugovora o skrbništvu nad vrijednosnim papirima. Sukladno odredbama čl. 70. i 144. ZTVP, središnja depozitarna agencija odgovarala je za štetu, uključivši i izmaklu dobit, koja je nastala zbog netočnosti ili gubitka podataka propuštanjem činjenja u svezi s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima, prema načelu pretpostavljene krivnje.
[2785] Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2740), str. 1638. Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2734), str. 938. Ćesić, Zlatko, Komentar Zakona o obveznim odnosima, Knjiga druga, Rijeka, 2021., str. 1251. Za objektivnu odgovornost skladištara v. čl. 745. st. 1. ZOO. O tome v. i Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2740), str. 1146.

eligendo. Ništa – osim eventualno propisa o zaštiti potrošača -[2786] intermedijera ne priječi da ugovorom (ili općim uvjetima) isključi odgovornost za običnu nepažnju ili da je ograniči iznosom.[2787] Intermedijerovu odgovornost za radnje i propuste treće osobe, uključujući nemogućnost ispunjenja preuzetih obveza uzrokovanu stečajem, hrvatsko pozitivno pravo načelno prepušta na volju ugovornim stranama. Doseg odgovornosti treće osobe u slučaju nemogućnosti ispunjenja svoje obveze neizostavni je sastojak ugovora o pohrani financijskih instrumenata između intermedijera i treće osobe (čl. 14. st. 1. t. 5. Pravilnika)[2788]. Iznimka vrijedi u slučaju nedopuštenog prepuštanja vrijednosnih papira primljenih na pohranu trećoj osobi, kad intermedijeru zakon navaljuje odgovornost za radnje i propuste te treće osobe, uključujući slučajnu propast i oštećenje vrijednosnih papira (čl. 728, čl. 767. st. 4. ZOO)[2789].

Odnos između ulagatelja i intermedijera – kao i odnos između bilo koje dvije susjedne karike skrbničkog lanca - odnos je između nalogodavca i nalogoprimca.[2790] Ugovor o pohrani financijskih instrumenata između intermedijera i treće osobe treba *inter alia* sadržavati obvezu treće osobe da ne povlači financijske instrumente klijenata s računa, osim u svrhu isporuke intermedijeru ili na temelju intermedijerovog naloga (čl. 14. st. 1. t. 3. Pravilnika) i detaljno opisane procedure i autorizacije za davanje naloga trećoj osobi i primanje naloga od treće osobe (čl. 14. st. 1. t. 9. Pravilnika).

Neovisno o načinu njihovog držanja, stjecanje nematerijaliziranih vrijednosnih papira hrvatsko pravo načelno veže uz pripis na račun vrijednosnih papira u središnjem depozitoriju.[2791] Ako drugačije nije propisano, posredno držane vrijednosne papire (uključujući prava koja iz njih proizlaze) stjecatelj stječe u trenutku njihovog pripisa na skrbnički račun (čl.

[2786] Sukladno odredbi čl. 53. st. 1. ZZP, ugovorna odredba o kojoj se nije pojedinačno pregovaralo smatra se nepoštenom ako, suprotno načelu savjesnosti i poštenja, uzrokuje znatnu neravnotežu u pravima i obvezama ugovornih strana na štetu potrošača. Sukladno odredbi čl. 59. st. 1. ZZP, nepoštena ugovorna odredba je ništetna.
[2787] *cf*. Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 246., koja – u kontekstu delegiranja skrbništva imovine UCITS fondova - otklanja mogućnost isključenja odgovornosti za primjenu pozornosti dobrog stručnjaka prilikom odabira podskrbnika jer takva obveza ima uporište u načelu savjesnosti i poštenja.
[2788] Takvu odredbu treba sadržavati i ugovor između intermedijera i ulagatelja. O tome *supra*, str. 506.
[2789] Sukladno odredbi čl. 728. ZOO, ostavoprimac ne može bez pristanka ostavodavca ili bez nužde predati povjerenu mu stvar drugome na čuvanje, inače odgovara i za njezinu slučajnu propast i oštećenje. Sukladno odredbama čl. 767. st. 2. i. 4. ZOO, nalogoprimac može povjeriti izvršenje naloga drugome samo ako mu je nalogodavac to dopustio ili ako je na to primoran okolnostima. U ostalim slučajevima nalogoprimac odgovara za rad zamjenika te za slučajnu propast ili oštećenje stvari koji bi se dogodili kod zamjenika.
[2790] Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2740), str. 1638. Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2734), str. 942. Ćesić, Zlatko, *op.cit*. (bilj. 2785), str. 1250.
[2791] O načelnoj konstitutivnosti tog pripisa kad je riječ o nematerijaliziranim dionicama v. Barbić, Jakša, *op.cit*. (bilj. 2131), str. 363.

530. st. 1. ZTK). Pripis na stjecateljev račun u evidencijama intermedijera – ako do njega uopće dođe – na stjecanje ne djeluje konstitutivno.

I zasnivanje založnog prava na nematerijaliziranim vrijednosnim papirima hrvatsko pravo veže uz odgovarajući upis na računu vrijednosnih papira u središnjem depozitoriju (čl. 531. st. 1. ZTK).[2792] Kad je riječ o posredno držanim vrijednosnim papirima, uvjet za zalaganje njihovo je držanje na transakcijskom skrbničkom računu na ime (čl. 235. st. 2. i čl. 239. st. 1. r. 1. Upute SKDD). Hrvatsko pravo ne dopušta zasnivanje založnog prava na nematerijaliziranim vrijednosnim papirima koji se drže na zbirnom transakcijskom skrbničkom računu (čl. 240. Upute SKDD).

Upitno je štiti li hrvatsko pravo poštene stjecatelje posredno držanih vrijednosnih papira. Ako da, zaštita je ograničena na slučaj kad stjecanje ima uporište u pripisu na transakcijski skrbnički račun vrijednosnih papira u središnjem depozitoriju. Čak i ako ne postoji valjana pravna osnova ili je takva osnova otpala, takvim pripisom stjecatelj postaje zakonitim imateljem pripisanih vrijednosnih papira ako je prilikom stjecanja postupao u dobroj vjeri (čl. 528. st. 3. ZTK).[2793] Teret dokaza je na stjecatelju.

U hrvatsko pravo preuzete su sve tri europske kolizijske norme koje se dotiču držanja i raspolaganja zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima. Za prava sudionika ili upravitelja sustava u smislu ZKN, Hrvatske narodne banke, središnje banke države članice ili Europske središnje banke na financijskim instrumentima ili pravima na financijske instrumente danim kao osiguranje, koja su zakonito upisana u registru, na računu ili u središnjem depozitoriju (države članice), hrvatsko pravo upućuje na pravo države (članice) u kojoj se nalazi taj registar, račun ili središnji depozitorij (čl. 12. st. 1. i 2. ZKN)[2794]. Za ugovor o financijskom osiguranju po pitanju pravne naravi i vlasničkopravnih učinaka, postupovnih zahtjeva i oblika za sklapanje i ostvarenje, kao i po pitanju utjecaja eventualno postojećih prava trećih osoba na financijskim instrumentima u obliku nematerijaliziranih vrijednosnih papira hrvatsko pravo upućuje na pravo države u kojoj je registar, odnosno račun kod ovlaštene institucije na kojem su ti financijski instrumenti ubilježeni (čl. 12. ZFO)[2795]. Za ostvarivanje prava vlasništva ili drugih

[2792] Za konstitutivnost upisa kad je riječ o nematerijaliziranim dionicama v. Barbić, Jakša, *op.cit*. (bilj. 2131), str. 372. – 373.
[2793] Za kritiku pravnog uređenja u kojem dobra vjera sanira sve nedostatke koji eventualno terete pravni temelj stjecanja v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 986. – 987.
[2794] čl. 9. st. 2. DKN
[2795] čl. 9. DFO

prava na instrumentima, čije postojanje ili prijenos pretpostavlja upis u neku javnu knjigu, račun ili središnji depozitarni sustav koji vodi neka država članica ili koji se nalazi u nekoj državi članici, tijekom provođenja reorganizacijske mjere ili otvaranja likvidacijskog postupka nad kreditnom institucijom iz Republike Hrvatske ili provođenja reorganizacijske mjere ili otvaranja likvidacijskog postupka odnosno stečajnog postupka nad kreditnom institucijom iz druge države članice hrvatsko pravo upućuje na pravo države u kojoj se nalazi javna knjiga, račun ili središnji depozitarni sustav u koji su upisana ta prava (čl. 70. st. 1. ZPLKI)[2796]. Za pravni učinak te za pravne radnje poduzete radi namirenja tražbine kreditne institucije iz Republike Hrvatske nad kojom je uvedena reorganizacijska mjera ili je otvoren likvidacijski postupak odnosno kreditne institucije iz druge države članice nad kojom je uvedena reorganizacijska mjera ili je otvoren likvidacijski odnosno stečajni postupak prodajom instrumenata ili prava na instrumentima čije postojanje i prijenos pretpostavlja upis u javnu knjigu ili na račun ili u središnji depozitarni sustav koji se vodi u državi članici, hrvatsko pravo upućuje na pravo države članice u kojoj se vodi ta javna knjiga, račun ili središnji depozitarni sustav (čl. 75. st. 2. ZPLKI)[2797].

Zbog očitog propusta prilikom usklađivanja s europskom pravnom stečevinom, pozornost plijeni kolizijska norma namijenjena financijskom osiguranju. Umjesto za žiralne vrijednosne papire te za stvarnopravne učinke zasnivanja i ostvarenja financijskog osiguranja, hrvatska kolizijska norma upućuje na mjerodavno pravo za nematerijalizirane vrijednosne papire i ugovore o financijskom osiguranju.[2798]

10.2 *De lege ferenda*

Nedvojbeno je da posredno držanje vrijednosnih papira zavređuje sadržajniji i obuhvatniji pravni okvir od važećeg. Pozitivni propisi nekih se važnih pitanja – poput pravnih učinaka upisa u evidencijama intermedijera, tretmana manjka u zbirnom portfelju ili sudbine poštenih stjecatelja - uopće ne dotiču, neka pitanja uređuju, ali – poput intermedijerovih obveza klijentu - površno i nedosljedno ili – poput mjerodavnog prava za stvarnopravna pitanja vezana uz financijsko osiguranje - čak i neispravno. Ulagateljima koji vrijednosne papire drže

[2796] čl. 24. DRLKI
[2797] čl. 31. DRLKI
[2798] Za kritiku zakonskog teksta v. Radin, Domagoj, Hrvatski pravni okvir financijskog osiguranja, u: Miladin, Petar (ured.),Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2013, str. 363. – 365.

posredstvom intermedijera i sudionicima transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima važeći pravni okvir ne jamči željeni stupanj pravne sigurnosti.[2799]

Prije nego što se upusti u zakonodavnu aktivnost hrvatski zakonodavac treba odlučiti hoće li djelovati autonomno ili će angažman svesti na eventualno usklađivanje s europskim pravom. Autonomno djelovanje je, s jedne strane, poželjno jer omogućuje promptno popunjavanje postojećih pravnih praznina. Postupak donošenja europskog pravnog okvira za držanje i raspolaganje zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima je, nakon furioznog starta, već dulje od desetljeća u zastoju s vrlo neizglednim ishodom. S druge strane, djelovanje zakonodavca na svoju ruku u koliziji je s potrebom da hrvatsko pravno uređenje bude barem u nekim aspektima usklađeno s pravima drugih država članica EU. Zakonodavčeva autonomija je, stoga, ograničena s time da – zbog raznolikosti europske pravne scene – granice još nisu u cijelosti poznate. Odluči li se djelovati autonomno, hrvatski zakonodavac ne može izbjeći rizik da barem dio toga što napravi uloživši znatan trud i vrijeme nema dugi životni vijek. Iako rizično, ulaganje u autonomni hrvatski pravni okvir za držanje i raspolaganje zbirno pohranjenim vrijednosnim papirima isplativo je iz više razloga. Čak i da je provizoran, za pravnu sigurnost je i takav bolji nego nikakav. Osim toga, rizik da će rezultat europskog pravnog usklađivanja u bitnoj mjeri obezvrijediti rad hrvatskog zakonodavca nije velik zbog – kako se očekuje – ograničenog dosega europskog pravnog okvira i potrebe za njegovom ugradnjom u hrvatski pravni korpus.[2800]

Odluku hrvatski zakonodavac treba donijeti i o tome hoće li postojeći, fragmentirani pravni okvir zamijeniti novim ili će ga ispraviti i dopuniti tamo gdje su uočeni nedostaci. Kodifikacija novog, sveobuhvatnog pravnog okvira za posredno držane vrijednosne papire poželjna je kako iz perspektive zakonodavca, jer postoje poredbeni pravni uzori na koje bi se mogao osloniti, tako i iz perspektive ulagatelja i sudionika transakcija, jer bi glavnina onoga što ih se tiče mogla biti dosljedno artikulirana na istom mjestu. Takav normativni pristup omogućio bi i – po uzoru na *e.g.* švicarsko pravo - ozakonjenje posebne vrste ulagateljevog prava. S druge strane, ispravak i dopuna postojećeg pravnog okvira mogli bi se - uz zakonodavčev veći kreativni angažman - brže sprovesti u djelo. Ako predstoji sveobuhvatna

[2799] Za kritiku pravnog uređenja u dijelu koji se odnosu na pripadnost nematerijaliziranih vrijednosnih papira povjerenih na skrbništvo i na prijenos takvih vrijednosnih papira v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 985., 995.

[2800] O restriktivnom i funkcionalnom pristupu harmonizaciji europskog prava te direktivi kao najprikladnijoj formi harmonizacijskog instrumenta v. Haentjens, Matthias, Harmonisation, *op.cit*. (bilj. 5), str. 361. *et seq*.

reforma pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira na europskoj razini, koju će trebati implementirati u hrvatsko pravo, onda se praktičnijim i primjerenijim trenutku čini popuniti pravne praznine i ispraviti pogreške kako bi se što je moguće prije povećao stupanj pravne sigurnosti.

Odluči li se zakonodavac na ispravak i dopunu postojećeg pravnog okvira, nekoliko pravnih pitanja iskaču u prvi plan.

To je, u prvom redu, pravni učinak upisa u evidencijama intermedijera. Kao što je to slučaj s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima, i posredno držanim vrijednosnim papirima treba se moći raspolagati upisima. Za razliku od nematerijaliziranih vrijednosnih papira, kojima se raspolaže upisima u evidencijama središnjeg depozitorija, posredno držanim vrijednosnim papirima treba se moći raspolagati upisima (*i.e.* pripisom, terećenjem, upisom i brisanjem zabilježbe) u evidencijama intermedijera.[2801] Kao i upis na račun koji vodi središnji depozitorij, upis na račun koji vodi intermedijer treba na raspolaganje imati konstitutivni učinak. Nebitno je, pritom, što se takav upis javno ne objavljuje i što evidencija intermedijera nije javni očevidnik.[2802] Važeću odredbu, po kojoj je za stjecanje nematerijaliziranih vrijednosnih papira – neovisno o načinu njihovog držanja - relevantan upis na račun u središnjem depozitoriju treba ispraviti odnosno dopuniti jer do takvog upisa na zbirni račun stjecateljevog intermedijera, bilo zbog provedbe namire na neto osnovi ili zbog toga što je riječ o intermedijerovoj tzv. kućnoj transakciji, uopće ne mora doći.[2803] Imajući u vidu mogućnost postojanja skrbničkog lanca, potrebno je odrediti da je pripis konstitutivan samo ako je proveden na stjecateljevom računu (u evidencijama njegovog intermedijera). Osim toga, treba propisati je li pripis dovoljan ili je nužan (a za stjecanje potrebno i *e.g.* sklapanje valjanog ugovora o kupoprodaji)[2804] te ima li i, ako da, kakav učinak na stjecanje činjenica da je pripis na stjecateljevom računu u

[2801] Iznimno, upis u evidencijama središnjeg depozitorija trebao bi ostati relevantan za (posredno držane) vrijednosne papire na skrbničkom računu (koji se vodi) na ime ulagatelja. O tome v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 991. – 992.
[2802] Kod raspolaganja posredovanim vrijednosnim papirima ne treba vrijediti stvarnopravno načelo publiciteta.
[2803] O tome v. i Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 992.
[2804] Sukladno čl. 530. st. 2. ZTD, nematerijalizirani vrijednosni papir i prava koja proizlaze iz nematerijaliziranog vrijednosnog papira mogu se steći na temelju valjanog pravnog posla, odluke suda odnosno druge nadležne vlasti, nasljeđivanjem i na temelju zakona. Za raspravu o tome je li valjani titulus uvjet valjanosti stjecanja dionica (i oprečno shvaćanje doktrine i judikature na tu temu) v. Barbić, Jakša, *op.cit*. (bilj. 2131), str. 363. O zakonskom opredjeljenju za kauzalni model stjecanja kritički Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 987.

intermedijerovim evidencijama proveden bez pokrića na intermedijerovom skrbničkom računu u središnjem depozitoriju.[2805]

Zakonom treba jasno i nedvojbeno zaštititi poštene stjecatelje koji su pravo stekli upisom u evidencije intermedijera. Poštenje treba počivati na povjerenju u sustav posrednog držanja, ne u vanjsku sliku subjektivnog prava, odnosno u nositelja pravnog privida o titularu tog prava. Povjerenje se treba ticati isključivo pripadnosti prava odnosno ovlaštenja za raspolaganje pravom.[2806] Povrh toga, poželjno je ozakoniti pretpostavku stjecanja u dobroj vjeri ako je ono izvršeno na uređenom tržištu, multilateralnoj trgovinskoj platformi ili organiziranoj trgovinskoj platformi. Time bi se teret dokaza sa stjecatelja prevalio na onog tko tvrdi da je stjecatelj postupao *mala fide*.[2807] Od stjecatelja ne treba očekivati niti ga treba obvezivati na samoinicijativnu, neizazvanu provjeru relevantnih činjenica (*e.g.* prenositeljevog ovlaštenja za raspolaganje), jer bi provedba takve provjere negativno utjecala na učinkovitost tržišta i sustava posrednog držanja.

Zakon treba sadržavati minimalni set obveza intermedijera, koji se ugovorom može proširiti ali ne i suziti ili izmijeniti na štetu ulagatelja. Iz perspektive zaštite ulagatelja – koji je u većini slučajeva manjeg znanja i slabije pregovaračke moći od intermedijera - nema previše smisla propisivati obvezne sastojke ugovora o pohrani i onda ih u cijelosti prepustiti ugovornim stranama na volju. Većina nekoć zakonski pobrojenih „poslova skrbništva“ predstavlja funkcionalno jedinstvo koje bi bilo faktički vrlo teško – a svakako neracionalno – raskidati.[2808] Postojeće zakonske obveze koje su ograničene samo na određenu vrstu vrijednosnih papira (*e.g.* dionice s pravom glasa koje su uvrštene na uređeno tržište) načelno (*i.e.* osim tamo gdje to nema smisla) treba protegnuti na ostale vrste vrijednosnih papira. Obveza čuvanja treba uključivati i obvezu isticanja pravnog lijeka protiv rješenja o ovrsi koja bi bila određena protiv intermedijera na vrijednosnim papirima o kojima on skrbi za svoje klijente.[2809] *De lege ferenda*, intermedijeru bi trebalo dati izričitu procesnu legitimaciju za poduzimanje radnji kojima štiti imovinu na pohrani od provedbe ovrhe nad tom imovinom za obveze za koje ona ne odgovara.[2810] Svoje obveze intermedijeri trebaju biti obvezni ispuniti gotovo isključivo onima

[2805] Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 994. *Markovinović* i *Tepeš* smatraju da preknjižba dovodi do prijenosa pripadnosti vrijednosnih papira samo ako je pokrivena odgovarajućim stanjem vrijednosnih papira na skrbničkom računu u središnjem depozitoriju.
[2806] Drugim riječima, zaštitu ne treba uživati dobra vjera putativnog stjecatelja u nepostojanje nedostataka pravnog temelja stjecanja. O tome v. Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 986. – 987.
[2807] O tome v. Barbić, Jakša, *op.cit*. (bilj. 2131), str. 362.
[2808] Slakoper, Zvonimir, *op.cit*. (bilj. 2734), str. 933.
[2809] Tako u kontekstu depozitara UCITS fondova Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 82.
[2810] Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 84.

prema kojima su ih preuzeli (*i.e.* svojim klijentima). Sukladno načelu „neprobojnosti“, ulagatelj svoje pravo ne treba moći ostvariti od podskrbnika ako i sve dok ga može ostvariti od skrbnika.[2811]

Zakonom treba urediti i odgovornost intermedijera za štetu koju klijent pretrpi vezano uz pohranu ili administriranje njegove imovine. Iako se ne podudara s aktualnim poredbenim rješenjima - po kojima intermedijer u pravilu ne odgovara ako nije kriv - kao uzor može poslužiti važeće zakonsko uređenje odgovornosti depozitara UCITS fondova.[2812] Za gubitak pohranjenih vrijednosnih papira intermedijer treba odgovarati objektivno, ali uz više egzoneracijskih razloga nego što je uobičajeno.[2813] Odgovornosti intermedijer se treba moći osloboditi, ne samo onda kad je gubitak nastao višom silom (tzv. faktička nemogućnost sprečavanja nastanka štetnih posljedica) ili radnjom oštećenika ili treće osobe, već i onda kad bi sprječavanje štetnih posljedica zahtijevalo angažman koji se od intermedijera ne može razumno očekivati (tzv. ekonomska nemogućnost ili trgovačka nepraktičnost).[2814] Intermedijer ne treba odgovarati ako gubitak ne bi mogao spriječiti skrbeći o vrijednosnim papirima pažnjom dobrog stručnjaka.[2815] Svoju odgovornost intermedijer ne smije moći isključiti ili ograničiti ugovorom.[2816] Za radnje i propuste intermedijera kojem je prepustio klijentove vrijednosne papire na pohranu intermedijer treba odgovarati kao za vlastite radnje i propuste.[2817] Nebitno je je li prepuštanje uslijedilo kao rezultat želje ili nužde. Za neispunjenje ostalih obveza intermedijer treba odgovarati prema načelu pretpostavljene krivnje.

Zakonom treba urediti i postupanje s imovinom na pohrani u slučaju intermedijerovog stečaja. Čak i ako ne bi bila obuhvaćena stečajnom masom, izostanak takvog uređenja mogao bi dovesti do zastoja s vraćanjem te imovine onima kojima pripada. Manjak u zbirnom portfelju treba rasporediti ulagateljima metodom „osnovnog srazmjernog dijeljenja“, tako da svaki od njih snosi teret srazmjerno svom udjelu.[2818]

[2811] O tom načelu podrobnije *supra*, str. 68.
[2812] Za odgovornost depozitara UCITS fonda v. čl. 226. ZOIFJP. O tome v. Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 201. *et seq*. Za odgovornost intermedijera u *e.g.* njemačkom i austrijskom pravu *supra*, str. 217. *et seq*.
[2813] čl. 226. st. 3. ZIFJP; Skrbnik ne dogovara ako može dokazati da je gubitak financijskih instrumenata nastao zbog „vanjskih, izvanrednih i nepredvidivih okolnosti čije su posljedice neizbježne unatoč svim razumnim nastojanjima da se one izbjegnu, spriječe ili otklone“.
[2814] Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 239., 319.
[2815] Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 239.
[2816] čl. 226. st. 6. ZIFJP
[2817] čl. 226. st. 5. ZOIFJP; Braut Filipović, Miheala, *op.cit*. (bilj. 77), str. 223. – 224.
[2818] O toj metodi podrobnije *supra*, str. 276. Za takvo raspoređivanje manjka na zbirnom računu v. i Markovinović, Hrvoje; Tepeš, Nina, Posebno o pripadnosti, *op.cit*. (bilj. 6), str. 991. Oslanjajući se na njemačku doktrinu, *Markovinović* i *Tepeš* ostavljaju mogućnost svaljivanja cjelokupnog manjka na ulagatelja koji je odgovoran za njegov nastanak.

Iz iznimke, zbirnu pohranu treba zakonom pretvoriti u pravilo. Pohranjene vrijednosne papire intermedijer treba smjeti držati zbirno ako onaj tko ih je položio na pohranu ne zahtijeva drugačije.

Odredbu čl. 12. ZFO-a valja izmijeniti tako da za pitanja pravne naravi i stvarnopravnih učinaka osiguranja u žiralnim vrijednosnim papirima, pretpostavki za učinak *erga omnes* osiguranja u žiralnim vrijednosnim papirima i za pribavljanje žiralnih vrijednosnih papira, odnosa spram konkurirajućih prava i zahtjeva trećih, uključujući stjecanje u dobroj vjeri, te radnji potrebnih za ostvarenje osiguranja u žiralnim vrijednosnim papirima mjerodavno bude materijalno pravo države u kojoj se vodi relevantni račun.[2819] Pravni okvir financijskog osiguranja valja upotpuniti definicijom pojma „žiralni vrijednosni papiri“, koja obuhvaća financijske instrumente čija je pripadnost evidentirana zapisom u registru ili na računu koji vodi intermedijer ili netko za njegov račun, i pojma „relevantni račun“, koja obuhvaća registar ili račun - koji može voditi i davatelj financijskog osiguranja - na kojem su izvršeni upisi kojima je osiguranje u žiralnim vrijednosnim papirima pribavljeno primatelju financijskog osiguranja. Ima li se na umu da se različiti načini raspolaganja manifestiraju različitim vrstama upisa, kao relevantan valja uzeti račun kod one organizacijske jedinice onog intermedijera koja neposredno provede upis u korist primatelja financijskog osiguranja. Budući da je relevantan onaj račun iz čijeg salda primatelj financijskog osiguranja izvodi svoje pravo, to je najčešće račun primatelja financijskog osiguranja kojem su pripisani preneseni žiralni vrijednosni papiri, odnosno posebni podračun računa davatelja financijskog osiguranja na kojem je evidentirana založena pozicija u žiralnim vrijednosnim papirima opterećenim posebnim založnim pravom u korist primatelja financijskog osiguranja.

Zakon se treba dotaknuti i stranih vrijednosnih papira koji su zbirno pohranjeni u inozemstvu, a ulagatelj ih drži posredstvom (*inter alios*) hrvatskog intermedijera. Uzor kod toga može predstavljati njemačko i austrijsko normativno rješenje. Ulagatelja hrvatsko pravo treba oboružati „ojačanom“ tražbinom prema njegovom (*i.e.* hrvatskom) intermedijeru i zaštititi ga izuzevši imovinu koju taj intermedijer drži za njega (kao vlasnik, zakoniti imatelj ili u nekom drugom svojstvu koje određuje strano mjerodavno pravo) iz stečajne mase intermedijera, odnosno iz imovinskog supstrata kojim taj intermedijer odgovara za svoje obveze. Od svog intermedijera ulagatelj u tom slučaju potražuje vrijednosne papire (u slučaju povlačenja s pohane ili prijenosa drugom intermedijeru) te sve plodove i koristi koje daju prava koja iz njih

[2819] Radin, Domagoj, *op.cit*. (bilj. 2798), str. 365.

proizlaze. O stranom mjerodavnom pravu u tom slučaju ovisi koja se prava na vrijednosnim papirima i iz vrijednosnih papira mogu steći, kome mogu pripasti te kako ih se može ostvariti.

Zbog važnosti upisa u evidencije intermedijera za sustav posrednog držanja, neminovnosti grešaka do kojih dolazi prilikom njihove provedbe i pogodnosti storniranja kao mehanizma uspostave prijašnjeg stanja, hrvatsko pravo treba sadržavati pravila o pretpostavkama, načinu provedbe i posljedicama ispravaka takvih upisa. Nema razloga da se kao podloga ne iskoristi švicarsko pravno uređenje storniranja pripisa i terećenja.

Odluči li se za zamjenu postojećeg pravnog okvira novim, hrvatsko pravo zakonodavac treba oblikovati po uzoru na švicarsko.[2820] Ni njemačko ni austrijsko pravo, koja su u podlozi brojnih tuzemnih pravnih rješenja, u konkretnom slučaju ne mogu poslužiti svrsi.[2821] Usprkos tradicionalno bliskoj povezanosti, uzor ovoga puta treba tražiti drugdje. Građanskopravna konstrukcija žiro prometa vrijednosnih papira s pravom je u dijelu njemačke pravne književnosti okarakterizirana kao komplicirana, prijeporna i pravno nesigurna.[2822] Tradicionalni institut suvlasništva pati od značajnog nedostatka jasnoće i pravne sigurnosti.[2823] Zbirna pohrana, prekogranično držanje i skrbnički lanci nadilaze mogućnosti u osnovi zastarjelih pravnih uređenja, koja su osmišljena prije više od stoljeća u bitno drugačijim okolnostima i koja su otad svega nekoliko puta kozmetički mijenjana.[2824] Ni recentna kodifikacija elektroničkih vrijednosnih papira nije uklonila uočene nedostatke. S druge strane, FISA spada među najmodernije svjetske kodifikacije depozitnog prava.[2825] Atraktivnost švicarskog modela leži u njegovoj pragmatičnosti jer ne zahtijeva izmjenu važeće prakse. Ne treba, pritom, smetnuti da zakonski tekst sadrži niz konceptualnih neslaganja i nejasnoća, od kojih naglašeno mjesto zauzimaju utjecaj nastanka knjižnih efekata na vezu prava i isprave te način prijenosa (direktno ili uz skrbnikovo međustjecanje).[2826] Na neka pitanja koja su važna za funkcionalnost žiro prometa efekata, poput učinka pripisa i vanjske slike subjektivnog prava, odnosno nositelja pravnog privida o titularu tog prava kod *bona fide* stjecanja, FISA ne daje

[2820] O švicarskom rješenju kao, u usporedbi s rješenjima iz drugih pravnih poredaka, nekompliciranom i sigurnom v. Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd.146.
[2821] U pravnoj književnosti FISA se spominje kao mogući uzor prilikom predstojeće modernizacije njemačkog depozitnog prava, v. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 250.
[2822] Mock, Sabine, *op.cit*. (bilj. 5), Rd. 352
[2823] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 266.
[2824] Za kritiku njemačkog prava i stajalište o nužnosti njegove izmjene v. Chun, Changmin, *op.cit*. (bilj. 46), str. 431. Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 170), str. 266.
[2825] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 513.
[2826] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 513. – 514., 621. – 622.

jasne odgovore.[2827] Kao i u njemačkom pravu, sustav knjižnih efekata prisiljen je osloniti se na složene dogmatske konstrukcije, neživotnost i neprirodnost kojih se ne može previdjeti.

11 Zaključak

Na suvremenim tržištima vrijednosnih papira intermedijere se htio-ne htio ne može izbjeći. Njihova prisutnost nužna je kako za sklapanje tako i za namiru transakcija. Nemogućnost neposrednog pristupa uređenom tržištu radi kupoprodaje vrijednosnih papira, s jedne strane, i nemogućnost ili nepraktičnost neposrednog držanja vrijednosnih papira radi ili slijedom ispunjenja obveza preuzetih takvom kupoprodajom guraju intermedijere u prvi plan stvarajući od njih ključne dijelove tržišne infrastrukture. Sveprisutnost intermedijera u fazi namire posljedica je međudjelovanja više različitih čimbenika. Neki od njih tiču se vrijednosnih papira, drugi ulagatelja, a neki središnjih depozitorija. Institucionalnim ulagateljima koji upravljaju tuđom imovinom (*i.e.* upraviteljima investicijskih ili mirovinskih fondova) propisi namijenjeni zaštiti onih kojima ta imovina pripada ne dopuštaju da je drže neposredno. Uvjet za uvrštenje vrijednosnih papira o kojima su izdane isprave na uređeno tržište polaganje je tih isprava na pohranu kako bi se sklopljene transakcije mogle namirivati knjigovodstveno odnosno elektronički. Pružajući uslugu središnjeg vođenja računa iz Odjeljka A t. 2 Priloga CSDR, neki središnji depozitoriji ulagateljima ne omogućuju otvaranje vlastitih računa putem kojih bi vrijednosne papire držali neposredno ili uz otvaranje tih računa vežu teško premostive prepreke (u vidu visokih naknada ili tehničke opremljenosti i osposobljenosti). Strane vrijednosne papire, čak i ako je moguće, nije praktično držati neposredno zbog potrebe poznavanja stranog jezika, primjenjivog stranog prava i relevantnih običaja na stranom tržištu te praćenja javnih objava učinjenih u inozemstvu.

Neprijeporne koristi od intermedijera donekle zasjenjuju nedostaci koji prate njihov angažman. Kad vrijednosne papire drže posredstvom intermedijera, ulagatelji snose rizike i troškove kojima se ne bi izvrgnuli da vrijednosne papire drže neposredno. Umetnuvši se između ulagatelja i izdavatelja, intermedijeri otežavaju, usporavaju i poskupljuju komunikaciju i ostvarivanje prava iz vrijednosnih papira. Korist koju izvlače za sebe, koja uvelike premašuje skrbničku naknadu, i „šteta“ koju nanose ulagateljima aktualizirali su rasprave o dugoročnoj održivosti intermedijera u trenutnoj ulozi. Pritom se katkad ide u krajnost slikovito ih prikazujući kao parazite, koji sami umjetno stvaraju potrebu za svojim uslugama iskorištavajući

[2827] Segna, Urlich, *op.cit*. (bilj. 3), str. 512.

neukost i neinformiranost ulagatelja. Iako su koristi za intermedijere katkad prekomjerne, takva slika ne odražava pravo stanje stvari. Posredujući prilikom držanja vrijednosnih papira intermedijeri itekako koriste ulagačkoj zajednici i tržištu vrijednosnih papira u cjelini. Nije realno da će intermedijeri u dogledno vrijeme nestati sa scene iako im se – širenjem dematerijalizacije i razvojem novih tehnologija – uloga može donekle izmijeniti. Ako im ulagatelji neće hrliti jer za knjigovodstvenu odnosno elektroničku namiru nemaju alternativu (*i.e.* kod nematerijaliziranih vrijednosnih papira takav način namire moguć je neovisno o načinu držanja), intermedijeri će ih nastojati privući pružajući im usluge koje im trebaju i koje su spremni platiti (*e.g.* nudeći povoljne maržne zajmove uz zalog posredno držanih vrijednosnih papira dijelom kupljenih pozajmljenim sredstvima). Ostaje za vidjeti hoće li i, ako da, u kojoj mjeri nove tehnologije, poput „ulančanih blokova“ i „distribuirane glavne knjige“, utjecati na opstojnost i prosperitet intermedijera.

Dokle su god intermedijeri prisutni na tržištima vrijednosnih papira s ulogom u stadiju namire sklopljenih transakcija nužan je odgovarajući pravni okvir posrednog držanja vrijednosnih papira. Usprkos opetovanim nastojanjima da ga se suzbije, ulagateljima koji vrijednosne papire drže posredstvom intermedijera i sudionicima transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima i dalje prijeti pravni rizik. Pravni okvir ili uopće ne postoji ili je zastario odnosno neadekvatan ili pak, ako postoji i zadovoljava potrebe pojedinog pravnog poretka, nije kompatibilan s drugim pravnim poretcima. S obzirom na sve veću uključenost u globalne tokove kapitala, sve je manje pravnih poredaka u kojima postoji potpuna pravna praznina. Više je onih koji ne drže korak s promjenama na tržištu, ustrajući na striktnoj ili analognoj primjeni pravnih instituta kojima je na ovom pravnom području očito istekao vijek trajanja. Svijest da tradicionalno pravno uređenje vrijednosnih papira, koje počiva na predodžbi o neposrednom držanju, u velikoj mjeri ne zadovoljava potrebe posredno držanih vrijednosnih papira nije svugdje jednako prisutna. Čak i ako je pravni okvir prilagođen suvremenom načinu držanja i raspolaganja vrijednosnim papirima, veliki su izgledi da ga se ne može pomiriti s važećim pravnim okvirom u nekoj drugoj državi uključenoj u prekograničnu pohranu vrijednosnih papira.

Zbog različite pravne tradicije i drugačijeg povijesnog nasljeđa, pravni poretci značajno se i po mnogočemu razlikuju kad je riječ o posredno držanim vrijednosnim papirima. Razlike sežu od toga uređuje li i, ako da, u kojoj mjeri pravni poredak posredno držane vrijednosne papire do toga utječe li i, ako da, na koji način promjena načina držanja na ulagateljev pravni

položaj. Razlike postoje ne samo u materijalnom pravu (ulagatelje samo neki pravni poretci smatraju nositeljima neposrednog stvarnog prava na vrijednosnim papirima), već i u međunarodnom privatnom pravu (neki pravni poretci još uvijek upućuju na materijalno pravo mjesta gdje leže vrijednosni papiri). Pravni poretci različito poimaju pravnu narav ulagateljevog prava (suvlasništvo u *e.g.* njemačkom i austrijskom pravu, koristovno vlasništvo na temelju povjerenstva u engleskom pravu, pravo *sui generis* s elementima stvarnog i obveznog prava u *e.g.* američkom pravu), predviđaju različite načine raspolaganja tim pravom (prijenos posrednog suposjeda u *e.g.* njemačkom i austrijskom pravu, preknjižba s računa na račun u *e.g.* američkom pravu), pravne učinke raspolaganja pravom vežu uz različiti trenutak odnosno događaj (primitak posrednog suposjeda u *e.g.* njemačkom i austrijskom pravu, pripis na račun vrijednosnih papira u *e.g.* američkom i švicarskom pravu), kod raspolaganja pravom različitu važnost pridaju stjecateljevom poštenju (za razliku od *e.g.* austrijskog i njemačkog prava, koja štite poštenog stjecatelja, to ne čini *e.g.* englesko pravo), različito se odnose spram obveza intermedijera i načina njihovog ispunjenja (to što *e.g.* englesko pravo mahom prepušta na volju ugovornim stranama *e.g.* njemačko pravo propisuje detaljno i striktno ne dopuštajući prevelika odstupanja) i na različit način utvrđuju pravo koje je mjerodavno za pitanja povezana s držanjem i raspolaganjem vrijednosnim papirima (ugovorom između intermedijera i imatelja računa u američkom i švicarskom pravu, odnosno prema lokaciji registra ili računa na koji je proveden upis u korist stjecatelja u njemačkom i austrijskom pravu).

Razlike su duboko ukorijenjene i teško ih je prevladati, o čemu svjedoči više neuspješnih pokušaja usklađivanja, što materijalnog što međunarodnog privatnog prava, kako na europskoj tako i na svjetskoj sceni. Neuspjeh je zatekao međunarodnu pravnu zajednicu. Puno je vremena i truda utrošeno u dvije konvencije, od kojih jedna (Ženevska) nije stupila na snagu, a druga (Haška) se ne koristi. Ni europska pravna zajednica nema razloga za veselje jer je takav pokušaj (engl. *Securities Law Directive*) također neslavno završio. Svima im je presudila kompleksnost materije i suštinske te, samim time, gotovo nepremostive razlike u poimanju naravi prava glede zbirno pohranjenih vrijednosnih papira. Njemačko pravo počiva na tradicionalnim institutima stvarnog prava, koje – da bi ih se uopće moglo primijeniti na zbirno pohranjene vrijednosne papire - treba (pre)napregnuti, što – u kombinaciji s pravnom fikcijom važećom kod nematerijaliziranih vrijednosnih papira - stvara dojam prekomjerne složenosti i neprirodnosti. Osim što je – možda i više od potrebnog - naklonjeno intermedijerima, američko pravo sa svojom revolucionarnom novinom u vidu ovlasti na vrijednosne papire nepojmljivo je pravnim poretcima koji inzistiraju na tradicionalnoj dihotomiji prava na stvarna i obvezna. Englesko

pravo jedinstveno je po tom pravu svojstvenom institutu povjerenstva (engl. *trust*), koji dijeli vlasništvo na pravno i koristovno.

Razlike su osobito problematične kod u praksi vrlo zastupljenog držanja vrijednosnih papira posredstvom nekolicine intermedijera lociranih u različitim državama, koje zahtjeva materijalnopravnu kompatibilnost više uključenih pravnih poredaka. Ako pravni poretci ne bi bili kompatibilni, ulagatelj bi - oslanjajući se na domaće materijalnopravno uređenje - nominalno mogao steći pravo koje – zbog stranog materijalnopravnog uređenja - u praksi ne bi mogao ostvariti. Pripisom na svoj račun vrijednosnih papira, koji je proveden u državi u kojoj se nalazi intermedijer, ulagatelj ne može steći pravo jačeg učinka ili šireg dosega u odnosu na pravo koje bi stekao da je pripis proveden u državi u kojoj se nalaze vrijednosni papiri. Ulagatelj može biti vlasnik vrijednosnih papira samo ako mu, osim materijalnog prava države gdje se nalazi intermedijer koji vodi račun, vlasništvo vrijednosnih papira prizna i materijalno pravo države gdje se nalaze vrijednosni papiri. Prekogranični sklad u materijalnopravnom smislu nije izgledan dokle god neki pravni poretci ulagateljima priznaju neposredno stvarno pravo na vrijednosnim papirima lociranim u inozemstvu. Razlike u kolizijskopravnom uređenju problematične su, između ostalog, jer ostavljaju prostor za tzv. *forum shopping*. U kolizijskopravnom smislu, prekogranični sklad prerast će iz puste želje u realnu mogućnost tek kad se pravni poretci materijalnopravno usklade, i to tako da ulagateljima priznaju isključivo tražbinu prema neposrednom intermedijeru i stvarno pravo na imovini tog intermedijera. Za pitanja povezana s držanjem i raspolaganjem posredno držanih vrijednosnih papira mjerodavno treba biti pravo države u kojoj se nalazi račun na kojem je evidentirana imovina koja je predmet držanja odnosno raspolaganja.

Postojeće stanje nije optimalno te je, po svemu sudeći, dugoročno neodrživo zbog naglašene pravne nesigurnosti, koja negativno djeluje na tržišnu efikasnost. Neuspješni pokušaji usklađivanja pravnog uređenja ne smiju obeshrabriti. Iako nisu postigli željeni cilj, silan trud i vrijeme koji su uloženi u pripremu međunarodnih konvencija i europske direktive nisu protraćeni jer su razotkrili glavne točke neslaganja i granice preko kojih pojedini pravni poretci nisu spremni prijeći. Obilje prikupljenih informacija veliko je bogatstvo za svakog sljedećeg tko se upusti u usklađivanje jer se neće iscrpljivati na predlaganje i raspravu o rješenjima koja su izvan granica prihvatljivog. To što globalni sklad – koji bi bio idealan – *uno actu* nije realno postići, nije razlog da se ne aktualizira – manje dobro, ali još uvijek bolje od održavanja statusa *quo* - usklađenje na razini EU. Za nadati se da će takav neki pokušaj još

uvijek biti preventivnog karaktera, a ne reakcija na štetu koju su zbog neodgovarajućeg pravnog uređenja pretrpjeli ulagatelji koji vrijednosne papire drže posredstvom intermedijera ili sudionici transakcija s posredno držanim vrijednosnim papirima.

Kodifikacija pravnog uređenja posredno držanih vrijednosnih papira poželjna je čak i u pravnim poretcima koji tradicionalno zaziru od prekomjernog zadiranja zakonodavca u privatnopravnu sferu i odnose među tržišnim sudionicima. Razlog tome neujednačena je i/ili nedovoljna jasna sudska praksa, s jedne strane, i problematičnost prepuštanja stranama ugovora o skrbništvu vrijednosnih papira - među kojima postoji znatan nesrazmjer u pregovaračkoj snazi - da slobodno urede svoj odnos, s druge strane. Stoga, kad je riječ o naročito osjetljivim aspektima pravnog odnosa, poput obveza i odgovornosti intermedijera, odredbe trebaju biti prisilnog karaktera te – ako su dio europske pravne stečevine – neposredno primjenjive ili takve da ne ostavljaju prostor za različito usklađivanje i tumačenje. S druge strane, pravni okvir ne smije biti krut i neprilagodljiv specifičnim okolnostima i potrebama ugovornih strana (*e.g.* u slučaju pohrane vrijednosnih papira u trećoj, iz perspektive tržišta kapitala, egzotičnoj državi). Pomiriti suprotstavljene zahtjeve izazov je s kojim će se – bude li pameti i volje - europski i hrvatski zakonodavac čim prije uhvatiti u koštac.

Popis literature

Alexander, Kern:	A Uniform Choice of Law Rule for the Taking of Collateral Interests in Securities: Using Private Law Approaches to Reduce Credit and Legal Risk in Financial Systems, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 211, September 2011
Alessi, Dario:	The Distinction between *Obligations de Résultat* and *Obligations de Moyens* and the Enforceability of Promises, European Review of Private Law 5-2005
Apathy, Peter; Iro, Gert; Koziol, Helmut (ured.):	Österreichisches Bankvertragsrecht Band II: Konto und Depot, Wien, 2008
Aronstein, Martin J.:	A Certificateless Article 8? We Can Have It Both Ways, The Business Lawyer; Vol. 31, January 1976
Aronstein, Martin J.:	The New/Old Law of Securities Transfer: Calling a "Spade" a "Heart, Diamond, Club or the Like", Cardozo Law Review, [Vol. 12:429 1990]
Aronstein, Martin J.; Haydock, Robert Jr.; Scott, Donald A.:	Article 8 is Ready, Harvard Law Review, [Vol. 93:889 1980]
Babić, Andro:	Prevođenje terminologije ulančanih blokova, diplomski rad, Filozofski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, 2019
Barbić, Jakša:	Pravo društava, Knjiga druga: Društva kapitala, Svezak 1.: Dioničko društvo, Zagreb, 2020.
Bärtschi, Harald:	Die rechtliche Umsetzung des Bucheffektengesetzes, AJP/PJA 9/2009
Beale, Hugh; Bridge, Michael; Gullifer, Louise; Lomnicka, Eva:	The Law of Personal Property Security, Oxford, 2007
Beeler, Lukas:	Bucheffekten, Übertragung, Stornierung und gutgläubiger Erwerb, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 317, Dike Verlag AG, Zürich / St. Gallen 2013
Belanić, Loris *et al.*:	Bankovni i financijski ugovori, Zagreb, 2017.

Beller Alan L.; Fisher, Janet L.:	The OBO/NOBO Distinction in Beneficial Ownership: Implications for Shareowner Communications and Voting, Council of Institutional Investors, Washington, D.C., 2010
Benjamin, Joanna:	Financial Law, Oxford, 2007
Benjamin, Joanna:	Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets, Oxford, 2008
Benjamin, Joanna:	Stewardship and Collateral (May 17, 2017). LSE Legal Studies Working Paper No. 7/2017, https://ssrn.com/abstract=2969829
Bernasconi, Christophe:	The Hague Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (Hague Securities Convention), Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., October 23 – 27, 2006
Bernasconi, Christophe; Keijser, Thomas:	The Hague and Geneva Securities Conventions: a modern and Global Legal Regime for Intermediated Securities, Uniform Law Review, NS – Vol. XVII, 2012
Bernasconi, Christophe; Sigman, Harry C.:	Myths about the Hague Convention debunked, International Financial Law Review, London, November 2005
Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M.:	A transactional approach to the Hague Securities Convention, Capital Markets Law Journal, Vol. 3, No. 2
Bjerre, Carl S.; Rocks, Sandra M.; Smith Edwin E.:	Changes in the Choice-of-Law Rules for Intermediated Securities: The Hague Securities Convention is Now Live, Business Law Today, August 2017
Braut Filipović, Miheala:	Pravni položaj i odgovornost depozitara UCITS fondova, monografija, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2015.
Brown, Jr., J. Robert:	The Shareholder Communication Rules and the Securities and Exchange Commission: An Exercise in

	Regulatory Utility or Futility?, The Journal of Corporation Law, Winter 1988
Chan, Diana; Fontan, Florence; Rosati, Simonetta; Russo, Daniela:	The Securities Custody Industry (August 2007), ECB Occasional Paper No. 68, https://ssrn.com/abstract=977359
Chun, Changmin:	Cross-Border Transactions of Intermediated Securities, A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law, Berlin Heidelberg, 2012
Combs, Valerie:	U.C.C. Versus UNIDROIT, Alabama Law Review, [Vol. 58:2:399 2006]
COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES:	COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions /* SWD/2012/0185 final */, od 3. srpnja 2012.
COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES:	COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention, Brussels, 03.07.2006, SEC(2006) 910
COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES:	COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE COUNCIL AND THE EUROPEAN PARLIAMENT, Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, COM(2004) 312 final
Commission of the European Communities:	Proposal for a COUNCIL DECISION Concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, Bruxelles, 15.12.2003, COM(2003) 783 final

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES	REPORT FROM THE COMMISSION TO THE COUNCIL AND THE EUROPEAN PARLIAMENT, Evaluation report on the Financial Collateral Arrangements Directive (2002747/EC), COM(2006)833 final, Brussels, 2006
Conac, Pierre-Henri; Segna Urlich; Thévenoz, Luc (ured.):	Intermediated Securities, The Impact of the Geneva Securities Convention and the Future European Legislation, Cambridge, 2013
Ćesić, Zlatko:	Komentar Zakona o obveznim odnosima, Knjiga druga, Rijeka, 2021.
Čulinović-Herc; Edita, Jurić; Dionis; Žunić Kovačević, Nataša (ured.):	Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije, Rijeka, 2011.
Čulinović-Herc, Edita; Zubović, Antonija; Derenčinović Ruk, Morana:	Utjecaj modernih tehnologija na posredno držanje dionica – nacionalni modeli i globalna perspektiva, Godišnjak Akademije pravnih znanosti Hrvatske, vol. XII, 1/2021., 21 - 44
Čulinović-Herc, Edita; Zubović, Antonija; Derenčinović Ruk, Morana:	BLOCKCHAIN TEHNOLOGIJA - PREMA NOVOM REGULATORNOM OKVIRU ZA TOKENIZIRANE VRIJEDNOSNE PAPIRE, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 42, br. 2, str. 323 – 342, 2021.
Devos, Diego:	Legal Protection of Payment and Securities Settlement Systems and of Collateral Transactions in European Union Legislation, International Monetary Fund, 2006
Deryugina, Mariya:	Standardization of Securities Regulation: Rehypothecation and Securities Commingling in the United States and the United Kingdom, Review of Banking & Financial Law, Vol. 29, 2009
Dika, Mihajlo; Knežević, Gašo; Stojanović, Srđan:	Komentar zakona o međunarodnom privatnom i procesnom pravu, Beograd, 1991.
Domej, Tanja; Dörr Bianka; Hoffmann-Nowotny, Urs; Vasella, David; Zelger, Ulrich (ured.):	Einheit des Privatrechts, komplexe Welt: Herausforderungen durch fortschreitende Spezialisierung und Interdisziplinarität (Vol. 2008)., Stuttgart, 2009.

Donald, David C.:	Disintermediating Securities Settlement, 2008, http://ssrn.com/abstract=1154850
Donald, David C.:	Einige Nachteile der "Intermediated" Wertpapierabwicklung und deren Überwindung, 33 DAJV Newsl. 169 (2008)
Donald, David C.:	Heart of Darkness: The Problem at the Core of the US Proxy System and its Solution (October, 25 2010). Centre for Financial Regulation and Economic Development Working Paper No. 1/2010, SSRN: https://ssrn.com/abstract=1697606
Donald, David C.; Miraz, Mahdi H.:	Multilateral Transparency for Securities Markets through DLT (July 26, 2019), The Chinese University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2019 - 05, https://ssrn.com/abstract=3352293
Donald, David C.:	The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries, Institute for Law and Finance Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Working Paper Series No. 68, Frankfurt am Main, 2007
Ebner, Florian; Kalss, Susanne:	Die digitale Sammelurkunde – ein erster Schritt zur vollständigen Digitalisierung des österreichischen Wertpapierrechts, Der Gesellschafter - Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht (GesRZ), 369 - 380.
Ege, Reinhard:	Das Kollisionsrecht der indirekt gehaltenen Wertpapiere, Schriften zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht, Berlin, 2006
Einsele, Dorothee:	Das Kollisionsrecht Intermediär-verwahrter Wertpapiere, EuZW 2018
Einsele, Dorothee:	Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance?, Uniform law Review 10, no. 1 & 2 (2005): 251 – 262

Einsele, Dorothee:	Wertpapierrecht als Schuldrecht; Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr, Tübingen, 1995
Eisenberg, Melvin A.:	The Role of Fault in Contract Law: Unconscionability, Unexpected Circumstances, Interpretation, Mistake and Nonperformance, Michigan Law Review [Vol. 107:1413 June 2009]
Eisner, Bertold:	Međunarodno privatno pravo, II svezak, Zagreb, 1956
Ernst, Wolfgang:	New Rules of Breach of Contract in Germany, Cambridge Yearbook of European Legal Studies, 5, 2002-2003
EUROPEAN CENTRAL BANK (skraćeno: ECB):	OPINION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 17 March 2005 at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Council decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (COM(2003) 703 final) (CON/2005/7), Official Journal of the European Union, 2.4.2005.
European Financial Markets Lawyers Group (skraćeno: EFMLG):	Harmonisation of the Legal Framework for Rights Evidenced by Book-Entries in Respect of Certain Financial Instruments in the European Union, Frankfurt am Main, 2003
Facciolo, Francis J.:	Father Knows Best: Revised Article 8 and the Individual Investors, Florida State University Law Review, [Vol. 27:615 2000]
Farnsworth, E. Allan:	On Trying to Keep One's Promises: The Duty of Best Efforts in Contract Law, University of Pittsburgh Law Review [Vol. 46:1 1984]
Fahrländer, Lukas:	Schutz der Kundenvermögen durch Segregation, Unter besonderer Berücksichtigung der neuen Pflicht zur Trennung von Eigen- und Kundenbeständen bei der Verwahrung von Bucheffekten gemäss Art. 11a BEG, SZW 2024, 63–79

Financial Markets Law Committee:	Issue 3 – Property Instruments in Investment Securities, London, 2004
Financial Markets Law Committee:	Issue 3 – Property Instruments in Investment Securities, International Overview, London, 2004
Financial Markets Law Committee:	Issue 3 – Property Instruments in Investment Securities, Report on Research into the 1994 Revisions to Article 8 of the Uniform Commercial Code, London, 2005
Financial Markets Law Committee:	Issue 3 – Property Interests in Investment Securities, The regulation of securities intermediaries by the FSA, Background paper to FMLC paper entitled „Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities, with a statement of principles for an investment securities statute“, London, 2004
Financial Markets Law Committee:	Issue 58 – HAGUE CONVENTION ON THE LAW APPLICABLE TO CERTAIN RIGHTS OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY, Legal assessment of the arguments relating to the signing of the Hague Securities Convention – the need for, and the benefits of, the Hague Securities Convention, London 2005
Financial Markets Law Committee:	Issue 87 – Control, Gray v. G-T-P Group Ltd, London 2010
Garrido, Jose M.:	The Loss Sharing Rule in the Insolvency of Financial Intermediaries, Uniform Law Review, 15 (Issues 3 and 4), 2010
Garvin, Larry T.:	The Changed (and Changing?) Uniform Commercial Code, Florida State University Law Review, [Vol. 26:285 1999]
Gavella, Nikola *et al.*:	Stvarno pravo, Zagreb, 1998.
Geis, George S.:	Traceable Shares and Corporate Law, 113 Nw. U. L. Rev. 227 (2018),

	https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/nulr/vol113/iss2/1
Goette, Wulf; Habersack, Mathias; Kalss, Susanne (ured.):	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Auflage, München 2019
Goode, Roy; Kanda, Hideki; Kreuzer, Karl:	Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (Hague Securities Convention), Hague, 2005
Gorenc, Vilim (ured.):	Komentar Zakona o obveznim odnosima, Zagreb, 2014
Group of Thirty:	Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets, New York & London, 1989
Gruson, Michael:	Global Shares of German Corporations and Their Dual Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchange, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Arbeitspapier Nr. 87
Gullifer, Louise (ured.):	Goode on Legal Problems of Credit and Security, Fourth edition, London, 2008
Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.):	Intermediated Securities, Legal Problems and Practical Issues, Oxford and Portland, Oregon, 2010 (skraćeno: Gullifer, Louise; Payne, Jennifer (ured.), Intermediated Securities)
Guttman, Egon:	Transfer of Securities: State and Federal Interaction, Cardozo Law Review, [Vol. 12:437 1990]
Guttman, Egon; Lemke, Thomas P.:	The Transfer of Securities in Organized Markets: A Comparative Study of Clearing Agencies in the United States of America, Britain and Canada, Osgoode Hall Law Journal, [Vol. 19, No. 3 1981]
Guynn, Randall D. et *al.*:	Modernising Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws: A Discussion Paper on the Need for International Harmonization with Responding Comments (1996), London, 1996

Haentjens, Matthias:	Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law, UvA-DARE, Amsterdam, 2007
Haentjens, Matthias:	The Law Applicable to Indirectly Held Securities: the Plumbing of International Securities Transactions, Hazelhoff Research Paper Series No. 1, Hazelhoff Centre for Financial Law Leiden Law School, https://ssrn.com/abstract=2436904
Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau:	Transfers involving several intermediaries: An Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the Preliminary Draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary ("April 2002 preliminary draft" reproduced in Preliminary Document No 10), Prel. Doc. No 12
Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau:	Comments On Transfers Involving Two Or More Intermediaries: a Response To Preliminary Document No 12, Submitted by the Japanese Delegation, Prel. Doc. No 14 A
Hakes, Russell A.:	UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of the Day?, Loyola of Los Angeles Law Review, [Vol. 35:661 April 2002]
Heidenreich, Douglas R.:	Article Eight – Article Eight?, William Mitchell Law Review, [Vol. 22 Iss. 3 1996]
Hess, Martin; Friedrich, Alain:	Das neue Bucheffektengesetz (BEG), Hinweise auf Grundlagen und praktische Auswirkungen, GesKR 2/ 2008
Hillman, Robert A.:	The Future of Fault in Contract Law, Duquesne Law Review Vol. 52 Summer 2014
Horn, Norbert:	Die Erfüllung von Wertpapiergeschäften unter Einbeziehung eines Zentralen Kontrahenten an der Börse? – Sachenrechtliche Aspekte -, WM-Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 20/2002

International Swaps and Derivatives Association, Inc.	Dopis prvom tajniku Stalnog ureda Haške konferencije o međunarodnom privatnom pravu na temu "Proposed Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities", od 2. listopada 2001.
International Swaps and Derivatives Association, Inc.	Odgovor na upitnik privatnom sektoru vezano uz implementaciju u državama članicama EU Direktive Europskog parlamenta i vijeća 2002/47/EZ od 6. Lipnja 2002. o financijskom osiguranju, od 3. travnja 2006.
Iro, Gert:	Probleme der Schadensermittlung bei unbefugten Verfügungen des Verwahrers über Wertpapiere von Depotkunden, ÖBA 2013, 246
Iro, Gert:	Drittverwahrung von Wertpapieren: Regelungskonflikt zwischen §§ 29 ff WAG und DepG?, ÖBA 2009
Jamroz, Michael P.:	The Customer Protection Rule, The Business Lawyer; Vol. 57, 2002
Johansson, Erica:	Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity, Springer, 2009
Joo, Thomas W.:	Who Watches the Watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor Confidence, and the Subsidization of Failure, Southern California Law Review, [Vol. 72:1071 1999]
Kahan, Marcel; Rock, Edward:	The Hanging Chads of Corporate Voting, The Georgetown Law Journal [Vol. 96:1227 2008]
Kammel, Armin J.; Jergitsch, Friedrich; Palla, Petra; Jöllinger, Christian:	Praxishandbuch Depotrecht, Über die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren, Wien, 2020
Kanda, Hideki *et al.* (ured.):	DRAFT OFFICIAL COMMENTARY on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, UNIDROIT 2009, CONF. 11/2 -Doc. 5
Kanda, Hideki *et al.*:	UNIDROIT legislative guide on intermediated securities: implementing the principles and rules of the Geneva securities convention, International Institute for the

	Unification of Private Law (UNIDROIT), Rim, 2007, http://archive-ouverte.unige.ch/unige:145411
Keijser, Thomas (ured.):	Transnational Securities Law, Oxford, 2014
Keijser, Thomas; Mooney Jr., Charles W.:	Intermediated Securities Holding Systems Revisited: A View Through the Prism of Transparency (2019)., Faculty Scholarship at Penn Carey Law. 2070. https.//scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2070
Kelly, Cliona:	Paradine v. Jane: A Doctrine of Absolute Contractual Liability?, Irish Student Law Review [Vol. 12 2004]
Khimji, Mohamed F.:	Intermediary credit risk - a comparative law analysis of property rights in indirectly held securities, Journal of Business Law, 2005
Khimji, Mohamed F.:	The *Securities Transfer Act* – The Radical Reconceptualization of Property Rights in Investment Securities, Alberta Law Review (2007) 45:1
Khimji, Mohamed F.:	The Role of Legal Concepts in Commercial Law: Comments on Spink, Rogers and Scavone, Canadian Business Law Journal, [Vol. 45 2007]
Kim, Kon Sik:	A Civil Law Jurist's Perspective on Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities; A Comment on Schwatcz & Benjamin, Duke Journal of Comparative & International Law, [Vol. 12:335 2002]
Klees, Edward H.:	How Safe Are Institutional Assets in a Custodial Bank's Insolvency?, The Business Lawyer, Vol. 68, No. 1, November 2012
Kluttz, Joseph B.; Batty, David L.; Nichols, V. Nicole:	How to be Secure When Your Collateral Is a Security: A Guide to the Creation and Perfection of Security Interests in Investment Property under the 1994 Revisions to the Uniform Commercial Code, North Carolina Banking Institute, [Vol. 4 2000], http://scholarship.law.unc.edu/ncbi/vol4/iss1/8
Koch, Jens:	Aktiengesetz, 16. Auflage, München 2022

Koffman, Laurence; Macdonald, Elizabeth:	The Law of Contract, Fifth Edition, 2004
Koller, Alfred:	Der gute und der böse Glaube im allgemeinen Schuldrecht, 2. Auflage, Freiburg, 1985
Koller, Ingo:	Der gutgläubige Erwerb von Sammeldepotanteilen an Wertpapieren im Effektengiroverkehr, DB 1972, Nr. 39, 40
Kozey, Stephen J.:	The Hague Securities Convention: An Opportunity to Take the UCC Global, Georgetown Journal of International Law, [Vol. 46 2015]
Koziol, Helmut; Bydlinski, Peter; Bollenberger, Raimund (ured.):	Kurzkommentar zum ABGB, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, 2007, Wien
Kronke, Herbert:	Das Gesellschaftsrecht im Genfer UNIDROIT-Abkommen über intermediär-verwahrte Effekten, Wertpapiermitteilungen, Zeitschrift für Wirtschaft und Bankrecht (WM) Nr. 43 2010, 2009–2013
Kuhn, Hans; Graham-Siegenthaler, Barbara; Thévenoz, Luc (ured.):	The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and the Hague Securities Convention (HSC), Berne, 2010
Kunda, Ivana:	Haška konvencija o pravu mjerodavnom za određena prava u pogledu vrijednosnih papira koje drže posrednici, Državljanstvo i međunarodno privatno pravo/Haške konvencije 5. Beograd: Pravni fakultet u Beogradu/Službeni glasnik, 2007. str. 294.-336.
Kühn, Svenja:	Die Entmaterialisierung des Wertpapiers und seine ökonomische Bedeutung, Dissertation, Technische Universität Dortmund, Fakultät Wirtschaftswissenschaften, 2023
Kümpel, Siegfried; Mülbert, Peter O.; Früh, Andreas; Seyfried, Thorsten:	Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage, Köln, 2022
Lawson, F.H.:	Fault and Contract – A Few Comparisons, Tulane Law Review [Vol. 49 1975]

Legal Certainty Group (skraćeno: LCG):	Second Advice of the Legal Certainty Group, Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, August 2008, https://finance.ec.europa.eu/document/download/e1b1f732-926a-4db3-afe2-f31c2fe3f21d_en?filename=legal-certainty-group-2nd-advice_en.pdf
Liang, Wenwen:	Title and Title Conflicts in respect of Intermediated Securities under English Law, Newcastle upon Tyne, 2013
Lieberam-Schmidt, Sabine:	Die Stimmrechtsvertretung im Aktien- und GmbH-Recht, Dissertation zur Erlangung des Grades des Doktors des Rechts des Fachbereiches Wirtschaftswissenschaften, Wirtschaftsinformatik und Wirtschaftsrecht der Universität Siegen, Fachrichtung Deutsches und Europäisches Wirtschaftsrecht, 2010
Marjosola, Heikki:	Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project, Helsinki Legal Studies Research Paper No. 70, https://ssrn.com/abstract=3897849
Micheler, Eva:	Custody chains and asset values: why crypto-securities are worth contemplating, LSE Research Online, 2015, http://eprints.lse.ac.uk/62609
Micheler, Eva:	Custody Chains and Remoteness: Disconnecting Investors from Issuers, SRC Discussion Paper No 14, July 2014
Micheler, Eva:	Die neueste Entwicklung des Depotrechts in Europa - Auswirkungen auf Österreich, GEsRZ 2007, 375
Micheler, Eva	Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence: The Case of Investment Securities, 2006, https://ssrn.com/abstract=880110 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.880110
Micheler, Eva:	English and German securities law: a thesis in doctrinal path dependence, Law Quarterly Review, 2007

Micheler, Eva:	Farewell quasy-negotiability? Legal title and transfer of shares in a paperless world, Journal of Business Law, 2002
Micheler, Eva:	Intermediated Securities and Legal Certainty, LSE Law, Society and Economy Working Papers 3/2014, http://ssrn.com/abstract=2336889
Micheler, Eva:	Modernising securities settlement in the U.K., Company Lawyer, 2002
Micheler, Eva:	The No-look-through Principle: Investor Rights, Distributed Ledger Technology, and the Market, LSE Law, Society and Economy Working Papers 11/2021, https://ssrn.com/abstract=3871369
Micheler, Eva:	Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, 2004, Wien
Miladin, Petar (ured.):	Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2013
Mock, Sabine:	Die Schweizer Bucheffekte, Der Erwerbstatbestand und seine Übertragbarkeit auf das deutsche Recht, Köln, 2016
Moffatt, Paula:	In a digital age and where significant assets may consist of dematerialised instruments, are our existing rules sufficient to provide a fair and effective regime governing the location of assets? A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements of Nottingham Trent University for the award of Professional Doctorate, June 2016, https://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/30098/1/Moffatt_thesis.pdf
Moffatt, Paula:	The standardisation of conflicts of laws rules for intermediated securities within the EU: Holy Grail or red herring?, https://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/33245/1/10754_Moffatt.pdf

Monsenepwo, Justin:	The Law Applicable to Security Interests in Intermediated Securities Under OHADA Law, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht 493, Mohr Siebeck, Tübingen 2022
Mooney, Charles W.:	Beyond Intermediation: A New (FinTech) Model for Securities Holding Infrastructures (2020). University of Pennsylvania Journal of Business Law, Vol. 22, p. 386, 2020, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 19-32, https://ssrn.com/abstract=3444269
Mooney Jr., Charles W.:	Beyond Negotiability: A New Model of Transfer and Pledge of Interest in Securities controlled by Intermediaries, Cardozo L Review (1990)
Mooney Jr., Charles W.:	Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention, IMES Discussion Paper Series 2008-E-7, May 2008, http:///www.imes.boj.or.jp
Mooney Jr., Charles W.:	Private Law and the Regulation of Securities Intermediaries: Perspectives under the Geneva Securities Convention and United States Law, 15 Uniform Law Review, 2010
Mooney Jr., Charles W.:	The Roles of Individuals in UCC Reform: Is the Uniform Law Process a Potted Plant? The Case of Revised UCC Article 8, Oklahoma City University Law Review, [Vol. 27 2002]
Mooney Jr., Charles W., Kinami, Atsushi:	Transfer, Pledge, Clearance and Settlement in the Japanese and United States Government Securities Market, U. Pa. J. Int'l Bus. L., [Vol. 12:4 1991]
Mooney Jr., Charles W.; Rocks, Sandra M.; Schwartz, Robert S.:	An Introduction to the Revised U.C.C. Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities, The Business Lawyer; Vol. 49, August 1994

Mülbert, Peter O.:	Vom Ende allen sachenrechtlichen Denkens im Depotrecht durch UNIDROIT und die EU, Institut für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, Arbeitspapier 2009/1 rev
Nicholas, Barry:	Force Majeure and Frustration, The American Journal of Comparative Law [Vol. 27 1979]
Noack, Urlich:	Anlegerrechte bei mittelbar gehaltenen Wertpapieren. Bemerkungen zu dem Dreieck aus Emittent – Intermediär – Aktionär, Heinrich-Heine-University Duesseldorf – Faculty of Law – Center for Business and Corporate Law Research Paper Series, 0019 (07/2005), https://ssrn.com/abstract=807905
Nomura, Yoshiaki:	Japanese Law as the Applicable Law under The Hague Securities Convention: What Rule of Substantive Law Should Be Applied?, OSAKA UNIVERSITY LAW REVIEW No. 57 (February 2010)
Omlor, Sebastian; Möslein, Florian; Grundmann, Stefan (ured.):	Elektronische Wertpapiere, 2021
Paech, Philipp:	Market Needs as Paradigm: Breaking Up the Thinking on EU Securities Law, LSE Law, Society and Economy Working Papers 11/2012
Peyer, Martin:	Probleme der Rechtswahl nach Haager Wertpapier-Übereinkommen im Depotvertrag, AJP/PJA 8/2007
Pöch, Peter:	Die Regelung des Internationalen Wertpapierverkehrs ist in Bewegung – aber wohin?, ÖBA 2004, 507
Potok, Richard:	The Hague Securities Convention – closer and closer to reality, (2004) 15 JBFLP 204
Priem, Randy:	Asset Segregation Rules for Central Securities Depositories: Maximizing Investor Protection While

	Ensuring a Level Playing Field (March 12, 2018). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3138531
Reiser, Nina:	Anlegerschutz durch Trennung? Segregierung von Eigen- und Kundenbeständen bei der Drittverwahrung von Bucheffekten, SZW / RSDA 4/2017, 452. – 467.
Reitz, Curtis R.:	Reflections on the Drafting of the 1994 Revision of Article 8 of the US Uniform Commercial Code, Unif. L. Rev. 2005 -1/2
Riesenhuber, Karl:	Damages for Non-Performance and the Fault Principle, European Review of Contract Law, Vol. 4, p. 119, 2008, SSRN: https://ssrn.com/abstract=1501193
Rogers, James S.:	An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision, Idaho Law Review [Vol. 31 1995], Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 1995-02, http://ssrn.com/abstract=771630
Rogers, James S.:	Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries, Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper 80, September 28, 2005
Rogers, James S.:	Negotiability, Property and Identity., Cardozo Law Review [Vol. 12:471 1990], Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 1990-04, http://ssrn.com/abstract=917144
Rogers, James S.:	Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, 43 UCLA LAW REVIEW 1431 (1996)
Rogers, James S.:	Property and Contract: Toward a Clearer Understanding of the Hague Convention on the Law Applicable on Certain Rights in Respect of Securities, International Symposium on Hague Securities Convention (2004), https://lira.bc.edu/work/sc/6fbc4724-a9b1-47e7-9ee8-

	f081eeee44dd/reader/9b1e910a-5ed6-42b2-aa71-401dc725b5a4
Rogers, James S.:	The Revision of Canadian Law on Securities Holding Through Intermediaries: Who, What, When, Where, How and Why, Canadian Business Law Journal, [Vol. 45 2007]
Rögner, Herbert:	Inconsistencies between the Hague Securities Convention and German Law, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2/06
Roth, Günter H.:	Das zukünftige Recht der Bucheffekten, ÖBA 9 / 2011
Rowan, Solène:	Fault and Breach of Contract in France and England: Some Comparisons, [2011] European Business Law Review, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1837505
Rummel, Peter (ured.):	Kommentar zum Allgemeinen Bürgerlichen Gesetzbuch, MANZ-Verlag 2004
Schacherreiter, Judith	Das neue österreichische Kollisionsrecht des Effektengiroverkehrs, ÖBA 2005, 336
Scherer, Peter (ured.):	Depotgesetz (DepotG) [Kommentar], München, 2012
Scherer, Peter; Gallei, Rainer:	UNIDROIT draft Convention and German securities law: friend or foe?, Journal of International Banking Law and Regulation, 2009
Schimansky Herbert; Bunte Herman-Josef; Lwowski Hans-Jürgen:	Bankrecht-Handbuch, 3. Auflage, München, 2007
Schroeder, Jeanne L.:	Is Article 8 Finally Ready This Time? The Radical Reform of Securities Lending on Wall Street, 1994 COLUMBUS L. REV. 291, 205 (1994)
Schroeder, Jeanne L.:	Some Realism about Legal Surrealism, William and Mary Law Review, [Vol. 37:455 1996]

Schroeder, Jeanne L.; Gray Carlson, David:	Security Interests under Article 8 of the Uniform Commercial Code, Cardozo Law Review, [Vol. 12:557 1990]
Schwarcz, Steven L.; Benjamin Joanna:	Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities, Duke Journal of Comparative & Intentional Law, Vol 12:309, 2002
Securities Investment Board:	Custody of Investments under the Financial services Act 1986, Guidance Release 5/97 (June 1997)
Segna, Urlich:	Bucheffekten: Ein rechtsvergleichender Beitrag zur Reform des deutschen Depotrechts, Tübingen, 2018
Sigman, Harry C.; Bernasconi Christophe:	Myths about the Hague Convention debunked, International Financial Law Review, November 2005
Singh, Manmohan; Aitken, James:	Deleveraging after Lehman -- Evidence from Reduced Rehypothecation (March 2009). IMF Working Paper No. 09/42, https://ssrn.com/abstract=1366171
Slakoper, Zvonimir (ured.):	Bankovni i financijski ugovori, Rijeka, 2007.
Smith, Richard B.:	A Piece of Paper, The Business Lawyer, April 1970
Smith, Richard B.:	A Piece of Paper Revisited, The Business Lawyer, July 1971
Spink, Eric T.:	The Securities Transfer Act – Fitting New Concepts in Canadian Law, Canadian Business Law Journal, [Vol. 45 2007]
Steiner, Christoph; Büchi, Raffael:	Vom Wertrecht zur Bucheffekte – Kristallisation aus dem Nichts?, GesKR, Vorabdruck aus 1 / 2007
Steiner, Florian Louis:	Besicherung nach dem Bucheffektengesetz, DISSERTATION der Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften sowie Internationale Beziehungen (HGS) zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft, Dike Verlag AG Zurich/St.Gallen 2012
Steiner, Florian Louis:	Zur Revision des Bucheffektengesetzes, GesKR 3/2016
Tepe, George:	Broker-Dealer Use Of „Idle" Customer Assets: Customer Protection With Sweep Programs And Securities

	Lending, Columbia Business Law Review, [Vol. 2016 No. 3:823]
The Giovannini Group:	Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001
The Giovannini Group:	Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, April 2003
The Group of Thirty:	Clearance and Settlement in the World's Securities Markets, March 1989
The Law Commission:	Intermediated securities: who owns your shares? A Scoping Paper, London, 2020
The Law Commission:	Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, London, 2006
The Law Commission,	Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, London, 2014
The Law Commission:	The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, Further Updated Advice to HM Treasury, London, May 2008
Thévenoz, Luc:	Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law, Duke Law School Legal Studies, Research Paper Series, Research Paper Series, Research Paper No. 170, September 2007, http://ssrn.com/abstract=1008859
Thévenoz, Luc:	New legal concepts regarding the holding of investment securities for a civil law jurisdiction: the Swiss Draft Act, Uniform law review, 2005, vol. NS 10, no. 1/2, str. 301-337, http://archive-ouverte.unige.ch/unige:4822
Thévenoz, Luc:	Who Holds (intermediated) Securities? Shareholders, Account Holders, and Nominees, Uniform Law Review 2010
UNIDROIT:	Diplomatic Conference to Adopt a Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, Comments (submitted by EuropeanIssuers), Conf. 11 - Doc. 11

UNIDROIT:	UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities, Paris – France, 2006
UNIDROIT:	The UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, Position Paper, August 2003
UNIDROIT:	"Legal Risk and Market Efficiency", UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Rome, November 2003, (Report February 2004)
UNIDROIT:	UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities – Bern, Switzerland 15 – 17 September 2005, Rome 2005
UNIDROIT:	UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities – Paris, France 31 January – 1st February 2006, Rome 2006
Vaaler, Bryn R.:	Revised Article 8 of the Mississippi UCC: Dealing Directly with Indirect Holding, Mississippi Law Journal, [Vol. 66 1996]
van Houtte, Hans (ured.):	The Law of Cross-Border Securities Transactions, London, 1999
Vermaas, Maria:	The Call for Proper Segregation in Intermediated Systems, Uniform Law Review, 18 (Issues 3 and 4), 2013
von der Crone; Hans Caspar, Bilek, Eva:	Aktienrechtliche Querbezüge zum geplanten Bucheffektengesetz (BEG), SZW/RSDA 2/2008
Whincup, Michael H.:	Contract Law and Practice, The English System with Scottish, Commonwealth and Continental Comparisons, Fifth edition, 2006
Wibier, Reinout M.	Financial Collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive, Journal of International Banking Law and Regulation, Vol. 24, str. 388, 2009, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1287095
Wieselmann, Paul:	Entmaterialisierung von Wertpapieren – mit besonderem Augenmerk auf die Aktien, Dissertation zur Erlangung

	des akademischen Grades eines Doktors der Rechtswissenschaften an der Universität Graz, Jänner 2025
Wood, Philip R.:	Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, London, 2007
Worthington, Sarah:	The Disappearing Divide between Property and Obligation: The Impact of Aligning Legal Analysis and Commercial Expectation, Texas International Law Journal, Vol. 42:917, 2007
Wust, Bernd:	Die grenzüberschreitende Verbuchung von Wertpapieren, Möglichkeiten und Grenzen moderner Kollisionsnormen im Hinblick auf unterschiedliche materiellrechtliche Berechtigungen an Wertpapieren, Berlin, 2011
Yates, Madeleine; Montagu, Gerald:	The Law of Global Custody: Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral, Fourth Edition, 2016
Zaccaria, Elena Christine:	Property rights in indirectly held securities: legal risks and future challenges, A thesis submitted to the Department of Law of the London School of Economics and Political Science for the degree of Doctor of Philosophy, London, April 2015

Bilješka o autoru

Domagoj Radin rođen je 1977. godine u Zagrebu gdje je završio osnovnu školu i Klasičnu gimnaziju. Diplomirao je 1999. godine na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu. U svibnju 2002. godine položio je pravosudni ispit. Magistrirao je na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu 2008. godine obranivši magistarski rad po naslovom „Terminski ugovori". Na Univesity of London završio je 2014. godine posliiediplomski studij stekavši titulu Master of Laws (LL.M.) sa specijalizacijom iz bankarskog i financijskog prava. Radni vijek proveo je radeći u struci za više različitih pravnih osoba. Trenutno je zaposlen u Erste&Steiermärkische bank d.d., gdje obavlja funkciju zamjenika direktora sektora pravnih poslova. Autor je dva znanstvena rada iz područja financijskih tržišta.

Popis objavljenih radova:

1. Radin, Domagoj, Europsko i poredbeno uređenje financijskog osiguranja // Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala / Miladin, Petar; Jakšić, Tomislav (ur.). Zagreb: Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, 2013. str. 225-330

2. Radin, Domagoj, Hrvatski pravni okvir financijskog osiguranja // Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala / Miladin, Petar; Jakšić, Tomislav (ur.). Zagreb: Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, 2013. str. 331-386