



zbornici

**PROMIŠLJANJA  
AKTUELNIH  
DRUŠTVENIH IZAZOVA  
REGIONALNI I  
GLOBALNI KONTEKST**

UREDNICI

Ivana Arsić

Vladimir Mentus



---

**IZDAVAČ:**

Institut društvenih nauka  
Beograd, 2020.

**ZA IZDAVAČA:**

dr Goran Bašić

**RECENZENTI:**

Dragan Todorović, Filozofski fakultet, Univerzitet u Nišu  
Mirjana Dokmanović, Institut društvenih nauka, Beograd  
Ankica Šobot, Institut društvenih nauka, Beograd

**EDICIJA**

Zbornici

**UREDнице EDICIJE:**

dr Natalija Mićunović  
dr Mirjana Dokmanović

ISBN 978-86-7093-238-8

zbornici

**PROMIŠLJANJA  
AKTUELNIH  
DRUŠTVENIH  
IZAZOVA:  
REGIONALNI  
I GLOBALNI  
KONTEKST**

UREDNICI

Ivana Arsić

Vladimir Mentus



INSTITUT  
DRUŠTVENIH NAUKA  
BEOGRAD  
INSTITUTE  
OF SOCIAL SCIENCES  
BELGRADE

**RANKO SOVILJ**  
Centar za pravna istraživanja  
Institut društvenih nauka  
[rsovilj@idn.org.rs](mailto:rsovilj@idn.org.rs)

---

# Pravni okvir i politike upravljanja rizicima u brokersko-dilerskim društvima i ovlašćenim bankama<sup>1</sup>

---

## Apstrakt

Izbijanjem svetske ekonomske krize 2007. godine otvorena su mnogobrojna pitanja o uzrocima krize. Po izbijanju ekonomske krize, postavilo se pitanje na koji način pravno urediti upravljanje rizicima u investicionim društvima, odnosno kako predupređiti neželjene posledice krize. Jedan od uzroka krize bilo je potpuno odsustvo pravne regulative, odnosno deregulacija tržišta kapitala. Stoga se predmet rada odnosi na normativne okvire i uslove poslovanja investicionih društava, kao ključnih učesnika na tržištu kapitala. Fokus istraživanja usmeren je na pravni režim, sadržaj, pravne posledice i mogućnosti limitiranja rizika u poslovanju investicionih društava. Cilj rada je da ukaže na koji način će primena novousvojenih međunarodnih standarda uticati na povećanje stabilnosti tržišta kapitala, odnosno kako će doprineti efikasnijem i delotvornijem upravljanju rizicima i kapitalom u investicionim društvima. Kako bismo realizovali postavljeni cilj, predložena međunarodna rešenja ćemo analizirati i uporediti sa rešenjima usvojenim u domaćem pravnom poretku, koja se odnose na položaj investicionih društava. Upravo, upotreba komparativnog metoda omogućiće kritičko istraživanje predloženih rešenja i instituta iz ugla domaćeg prava.

*Ključne reči:* investiciono društvo, izloženost riziku, likvidnost, adekvatnost kapitala, upravljanje rizicima

## Uvod

■ U radu se analizira pravni režim, sadržaj i pravne posledice ograničenja rizika u poslovanju investicionih društava. Istraživanje se odnosi na normativne okvire i uslove poslovanja investicionih društava,

---

<sup>1</sup> Rad je napisan u okviru Programa istraživanja Instituta društvenih nauka za 2020. godinu koji podržava Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja.

kao ključnih aktera na tržištu kapitala, u uslovima sve veće globalizacije finansijskih tokova i integrisanosti svetske privrede.

Poslednjih godina ograničenju rizika u poslovanju investicionih društava pridaje se sve veći značaj u nauci, kako pravnoj, tako i ekonomskoj. Izbijanjem svetske ekonomske krize 2007. godine otvorena su mnogobrojna pitanja o uzrocima krize i regulisanju poslovanja svih učesnika finansijskih tržišta. Tokom osamdesetih godina 20. veka, prodorom teorije liberalne ekonomije otpočela je faza deregulacije finansijskih tržišta, čije je opravdanje objašnjeno potrebom da finansijski subjekti, instrumenti i procedure, koje su proizvod savremenog informacionog razvoja, budu oslobođeni regulatornih ograničenja u cilju unapređenja alokativne funkcije finansijskog tržišta (Vasiljević i Delić 2009, 471). Posledica deregulacije ogledala se u gotovo nikakvoj regulisanosti i kontroli finansijskih tržišta. To je omogućilo finansijskim subjektima, a posebno bankama, da nesavesno posluju, te da se preterano izlažu rizicima, da stvaraju velike gubitke, što je neminovno dovelo do izbijanja ekonomske krize.

U razvijenim tržišnim ekonomijama proteklih godina sprovede se snažni transformacioni procesi na finansijskom tržištu. Pokretački faktor ovih procesa jeste deregulacija finansijskih tržišta, povećanje konkurentnosti na tržištu, globalizacija i integracija finansijskih tržišta, uz stalan razvoj informacione tehnologije i interneta (Vračarić 2009, 607).

Globalizacija poslovanja učesnika na finansijskim tržištima kreira jedan novi trend, a to je približavanje, uz istovremeno menjanje dosadašnje podele regulative (Sovilj 2019, 163). Rad na kreiranju nove globalne finansijske regulative znači stvaranje novih dodirnih tačaka i brisanje jasnih granica između nacionalnih pravnih krugova (Bunčić 2010, 293). Kao primer trenda finansijske globalizacije (deregulacije, liberalizacije, inovacije) treba navesti i razvoj sistema „bankarstva u senci“ (*“shadow banking”*) (Kulms 2011, 533-552), koji uključuje investicione banke, hedž fondove i druge finansijske posrednike, sa slabom ili gotovo nikakvom regulativom, što je, između ostalog, doprinelo poslednjoj finansijskoj krizi.

Imajući u vidu posledice globalizacije na mobilnost finansijskog kapitala, pravila kojima se reguliše poslovanje investicionih društava, kao i sprovođenje nadzora nad njima, sve više se donose na globalnom nivou. Najznačajnija su pravila koje donosi Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti, kao i Bazelski komitet za nadzor nad bankama, čija su pravila mahom implementirana u direktive Evropske unije o primerenosti (adekvatnosti) kapitala. Suština Bazelskih sporazuma je na potpunoj regulativi procenjivanja rizika, metodološkog merenja i upravljanja

rizicima, valjanom nadzoru u nacionalnim okvirima i transparentnosti u radu svih učesnika na finansijskom tržištu (Dukić-Mijatović 2007, 155).

Stoga je cilj ovog istraživanja da ukaže kako primena navedenih međunarodnih standard doprinosi povećanju stabilnosti i sigurnosti finansijskog sistema, i to kroz efikasnije upravljanje kapitalom investicionih društava, kontrolu rizika sa kojima se društva susreću u svom poslovanju, ali i povećanjem transparentnosti poslovanja u kontekstu odgovornijeg sprovođenja nadzora i obaveznog objavljivanja poslovnih rezultata.

S tim u vezi, polazna osnova predmetnog istraživanja je da je pravni režim Bazelskih standarda, a pre svega, Bazel III standarda, na loš i nedosledan način uveden u domaći pravni sistem. S jedne strane, pomenuti standardi su mahom prihvaćeni u bankarskom pravu i primenjuju se na ovlašćene banke, dok s druge strane, Bazelski standardi i direktive EU su samo u obrisima prihvaćeni u poslovanju brokersko-dilerskih društava, što implicira da je neophodno urediti ovu veoma značajnu oblast na sveobuhvatan i sistematizovan način u domaćem pravnom poretku. Bazel III standardi nisu samo direktan odgovor na finansijsku krizu koja je pogodila svet 2007. godine, već i kontinuirani napor Bazelskog komiteta da ojača regulatorni okvir za banke, investiciona društva i ostale finansijske subjekte, kao i da unapredi upravljanje rizicima u njima. Stoga Bazel III predstavlja fundamentalno jačanje, u nekim slučajevima radikalni remont globalnih kapitalnih standarda. Aktuelna finansijska kriza je pokazala da je potrebno više kapitala u finansijskom sektoru. Bazel III standardi i direktive EU nameću veće kapitalne zahteve, uključujući i zaštitne slojeve kapitala koji će se koristiti u vremenima stresa. Ali to nije dovoljno, te se po prvi put uvode standardi likvidnosti, pa će se u daljem istraživanju ukazati na značaj uvođenja pravila likvidnosti na poslovanje investicionih društava, kao i na nekonzistentna rešenja u domaćem zakonodavstvu.

U radu se pristupa komparativnoj analizipravnog režima i politika upravljanja rizicima u investicionim društvima. U tom smislu biće iscrpno prikazana rešenja koja je usvojio Bazelski komitet za nadzor nad bankama, a koja su uneta u direktive EU o primerenosti (adekvatnosti) kapitala. Naposljetku, pomenuta rešenja će se porediti sa pravnim režimom poslovanja investicionih društava u domaćem pravnom poretku. U tom pogledu, određenu poteškoću predstavlja činjenica da se posmatrana uporednopravna rešenja u značajnoj meri razlikuju u odnosu na pravo Srbije. Uporednopravna analiza će omogućiti da se mnogobrojna rešenja i instituti ograničenja rizika u poslovanju investicionih društava kritički istraže iz ugla domaćeg prava, da bi se utvrdilo mesto domaćih rešenja u

uporednom pravu i ispitala logika važećih pravila u odnosu na ciljeve koje ona treba da ostvare (Radović 2011, 3).

## Tržište kapitala – osnovna obeležja i učesnici

Nakon prvog talasa finansijske krize, koja je zadesila svet 2007. godine, mnoge zemlje su započele zakonodavne reforme u cilju napuštanja do tada preovladajućeg principa deregulacije. Stanovište da tržište treba da počiva na sopstvenim zakonitostima biva napušteno sprovođenjem pravnih reformi (Ćirović i Janković 2013, 633). Evidentno je da je danas stepen regulacije tržišta kapitala značajno povećan.

Domaće tržište kapitala karakterišu brojne osobenosti: niska likvidnost i nestabilnost tržišta, visoki rizici, slaba potražnja i uprošćena struktura vrednosnih papira; manja transparentnost i efektivnost tržišta, visok nivo insajderskih informacija, manipulacija i špekulacija na tržištu; visoka koncentracija vlasništva, tj. blokova akcija u rukama malog broja pojedinaca; nekonkurentnost; značajno prisustvo stranih investitora, bez adekvatnog reciprociteta; neusaglašenost politike i mera različitih državnih organa, pritisci na Komisiju za hartije od vrednosti (Janković 2006, 877).

Trgovinom hartijama od vrednosti mogu se baviti samo ona lica koja ispune zakonom propisane uslove. To su brokersko-dilersko društvo i ovlašćena banka<sup>2</sup>. Brokersko-dilersko društvo i ovlašćena banka imaju ključnu ulogu na tržištu hartija od vrednosti, s obzirom da na osnovu svog položaja, dostupnosti informacija, kvalifikacija, poznavanju klijenata, rizika i profitabilnosti, kretanjima na tržištu mogu omogućiti ulagačima optimalni izbor strategije ulaganja (Janković 2004, 927).

Brokersko-dilersko društvo odnosno, ovlašćena banka može obavljati poslove posredovanja, zastupanja ili komisiona u kupovini prodaji hartija od vrednosti (brokerski poslovi); poslove pružanja savetodavnih usluga u vezi sa poslovanjem hartija od vrednosti (investiciono savetovanje); poslove kreditiranja klijenata; poslove čuvanja hartija od vrednosti; poslove upravljanja hartijama od vrednosti (portfolio menadžer); poslove organizovanja distribucije hartija od vrednosti bez obaveze otkupa neprodanih hartija od vrednosti, odnosno organizovanje uključivanja hartija od vrednosti na tržište (agent emisije); poslove organizovanja distribucije

<sup>2</sup> Zakon o tržištu kapitala koristi generički termin investiciono društvo, koje obuhvata brokersko-dilersko društvo i ovlašćenu banku.



i preuzimanja, odnosno otkupa cele ili dela emisije hartija od vrednosti od izdavaoca u cilju dalje prodaje (pokrovitelj emisije); dilerske poslove; poslove tržišnog snabdevanja (market-mejker) (Vasiljević 2007, 467). Pravni značaj podele poslova na brokerske i dilerske ogleda se u različitim uslovima za njihovo obavljanje, usled različite rizičnosti kako po samo investiciono društvo, tako i po njegove klijente.

## **Izloženost riziku investicionih društava**

Uzroci pojave rizika u poslovanju brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka mogu biti višestruki, od nedovoljne disperzovanosti poslovanja i pretenzija ka ulaženju u rizične, a profitabilne poslove, do berzanskih potresa i nastanka globalnih finansijskih kriza. Na pojavu rizika u poslovanju investicionih društava utiču mnogobrojni činioci: vrsta delatnosti kojom se bave; obim i način plasiranja sredstava; dužina roka (po pravilu kratkoročni poslovi su manje rizični); bonitet i kreditna sposobnost dužnika, kao i njegovi poslovni rezultati; vrste hartija od vrednosti, s obzirom na to da različite hartije nose različite rizike; nove tendencije na finansijskim tržištima; poslovanje finansijskim derivatima; razvoj novih tehnologija; sve veća konkurencija; politička situacija u zemlji, itd. (Mrvić 2002, 398).

Sušтина strategije upravljanja rizikom jeste u njegovoj identifikaciji. Strategija upravljanja rizicima u berzanskom i bankarskom poslovanju zasniva se na izbegavanju insolventnosti i maksimiziranju stope prinosa na kapital, uz korekciju za rizik. Poenta strategije upravljanja rizicima nije u pitanju da li preuzeti rizik ili ne, već koliki rizik je brokersko-dilersko društvo, odnosno banka spremna da preuzme radi postizanja zadovoljavajuće stope rentabilnosti. Ključno obeležje problema rizika u poslovanju brokersko-dilerskih društava i banaka nije u izbegavanju rizika, već u profesionalnom upravljanju svim rizicima, pri tome poštujući osnovna ekonomska načela koja se primenjuju u berzanskom i bankarskom poslovanju, a to je rentabilnost i likvidnost (Ivaniš 2012, 14).

Još od davnina, postojanje rizika karakteriše poslovanje svih finansijskih institucija, te samim tim i brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka. Stoga je pogrešno zastupati tezu da investiciona društva moraju po svaku cenu izbegavati rizik, s obzirom da to nije moguće. Veština uspešnog poslovanja investicionog društva ogleda se u upravljanju rizicima i optimizaciji odnosa rizika i profita. Među najbitnijim izazovima sa kojima

se susreću investiciona društva u poslovanju jeste određivanje dopuštene granice izloženosti riziku (Jovanić 2009, 214).

Izloženost riziku u poslovanju investicionog društva predstavlja situaciju u kojoj društvo može postati nesposobno za ispunjavanje svojih obaveza prema poveriocima, usled toga što ne može namiriti potraživanja od svojih dužnika (Jovanić 2009, 129-130). Investiciona društva nastoje da ograniče izloženost riziku u svom poslovanju odgovarajućim postupcima identifikovanja, merenja i procene rizika. Upravljanje izloženosti rizicima podrazumeva aktivnu politiku investicionog društva, usklađivanje poslovanja sa novonastalim situacijama na tržištu kapitala, kao i usmeravanje imovine i drugih sredstava kako bi se omogućilo efektivno upravljanje rizicima (Jovanić 2009, 376). Investiciono društvo se preterano izlaže riziku ukoliko iznos njegovih potraživanja prema jednom ili manjem broju lica (dužnika) pređe propisane granice u odnosu na veličinu njegovog kapitala. Postoje dve granice izloženosti riziku. Jedna je izloženost riziku investicionog društva prema jednom licu, a druga je prema svim licima.

Granice izloženosti ne treba uzimati u obzir samo *ex ante*, prema postojećim prilikama, već treba uzimati u razmatranje određene okolnosti koje se mogu pojaviti *ex post*, i koje mogu uticati na promenu limita izloženosti. Primera radi to može biti: promena visine granica izloženosti, promena pravila o minimalnom osnovnom kapitalu, smanjenje kapitala investicionog društva u toku poslovanja, smanjenje vrednosti sredstava obezbeđenja, pripajanje ili spajanje različitih dužnika društva koja time postaju povezana lica. Stoga se brokersko-dilerskom društvu odnosno ovlašćenoj banci nameće obaveza kontinuiranog praćenja izloženosti riziku prema jednom licu ili grupi povezanih lica (Jovanić 2009, 378-379).

### **Implementacija kapitalnih standarda u cilju smanjenja izloženosti riziku – kapitalni ublaživači i likvidnost**

Banke i brokersko-dilerska društva često su bila izložena kritici usled držanja niskih rezervi kapitala. Predviđanja finansijskih stručnjaka i analitičara ispostavila su se kao tačna, s obzirom na to da ni banke ni brokersko-dilerska društva nisu bili u stanju da apsorbuju sopstvene gubitke u momentu izbijanja svetske ekonomske krize 2007. godine. Stoga su centralne banke i regulatorni organi na tržištu kapitala bili primorani da ubrizgaju značajne količine likvidnih

sredstava davanjem zajmova i kredita finansijskim institucijama, kako bi stabilizovali tržište kapitala (Walker 2011, 351).

Bazelski komitet je 2009. godine najavio usvajanje novih pravila, kojima bi se ojačali kapitalni zahtevi i rezerve kapitala. Poboľšanja u vidu viših nivoa rezervi i kapitala usmerena su na jačanje otpornosti finansijskih institucija, kao i na smanjenje rizika od nastanka šokova koji se mogu prenositi među institucijama (investicionim društvima), derivatima i drugim finansijskim kanalima (Ojo 2009, 7). Kapitalni ublaživač (*capital buffer*) treba izgraditi u vreme ekspanzije, kako bi se obezbedila primerenost kapitala u toku recesije. Kapitalni ublaživači ponašaju se poput amortizera (upijača) šokova, čime omogućuju investicionim društvima da ostanu primereno kapitalizovana, s obzirom na svoju poslovnu politiku i izloženost rizicima kako u normalnim ekonomskim uslovima poslovanja, tako i u stresnim uslovima poslovanja. Bazel III, pored izmena koje se odnose na osnovne elemente kapitala, predviđa uvođenje dva ublaživača kapitala – Kontraciklični ublaživač kapitala i Ublaživač konzervacije kapitala (Miu, Ozdemir & Giesinger 2010, 3-4).

Pojedini autori napominju da izračunavanje osnovnog regulatornog kapitala prema Bazelskim standardima predstavlja "Nemoguću misiju", a izračunavanje ublaživača kontracikličnog kapitala predstavlja "Nemoguću misiju 2". Zato postavljamo pitanje kako može kontraciklični ublaživač biti međunarodno primenjiv, kada ni pravila Bazela II nisu u potpunosti implementirana. Na kraju, ali ne i najmanje važno, kako može biti jeftina, jednostavna i transparentna primena kontracikličnog ublaživača kada je i sama implementacija Bazelskih sporazuma složena i veoma skupa (Moosa 2011, 385). Investiciona društva nisu obavezna da formiraju kontraciklični kapital, već je nacionalnim regulatornim telima na tržištu kapitala ostavljena sloboda da odluče da li da uvedu kontraciklični ublaživač ili ne. Visina ublaživača kontracikličnog kapitala određuje se u rasponu od 0 – 2,5%. Kontraciklični ublaživač bi se formirao tokom perioda ubrzanog ukupnog kreditnog rasta, ukoliko nacionalne vlasti procene da rast pogoršava sistemski rizik. Svrha je ublažiti procikličnost i smanjiti uticaj uspona i padova finansijskog ciklusa (Caruana 2010, 104-106). Investiciona društva će računati kontraciklični ublaživač kapitala kao deo običnog akcijskog kapitala Nivoa 1.

Ublaživač konzervacije kapitala predviđen je Bazelskim sporazumom III. Njegova osnovna uloga jeste pružanje zaštite u uslovima stresa. Investiciona društva su dužna da ga oforme i održavaju iznad regulatornog minimuma u vremenima kada rade u normalnim

uslovima, da bi mogli da apsorbuju gubitke u vremenima ekonomske i finansijske krize (Matić 2011, 156). Ukoliko se sredstva ublaživača povuku, društva bi trebalo da ih ponovo prikupe, bilo smanjenjem raspodela zarada (npr. smanjenje isplate dividendi, ukidanje isplate bonusa zaposlenima, zabrana otkupa sopstvenih akcija), bilo prikupljanjem svežeg kapitala iz privatnog sektora, kao alternative za očuvanje interno prikupljenog kapitala<sup>3</sup>. Opravdanje za uvođenje kontracikličnog ublaživača i ublaživača konzervacije kapitala nije samo objektivna potreba za unapređenjem infrastrukture domaćeg tržišta kapitala i „slepo“ uvođenje evropskih standarda samo radi ispunjenja uslova za članstvo u Evropskoj uniji, već stvaranje preduslova za postizanje željenog stepena razvoja domaćeg tržišta i omogućavanje konkurentnosti domaćih investicionih društava sa onima iz inostranstva.

Osim uvođenja strožih zahteva u pogledu viših kapitalnih standarda, Bazel III je proširio domen standarda likvidnosti, predviđajući dva pokazatelja likvidnosti: Pokazatelj pokrića likvidnosti (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*) i Pokazatelj neto stabilnog finansiranja (*Net Stable Funding Ratio – NSFR*), s ciljem promovisanja znatno otpornijeg finansijskog sektora na rizik likvidnosti (Sarkany 2011, 37). Svrha uvođenja LCR pokazatelja jeste unapređenje stabilnosti likvidnog rizičnog profila investicionih društava na kratak rok, u cilju obezbeđenja odgovarajućeg nivoa visoko likvidne aktive, koja bi trebalo da im omogući preživljavanje stresnog scenarija likvidnosti u trajanju od mesec dana (Matić 2013, 130)<sup>4</sup>. Pokazatelj neto stabilnog finansiranja predstavlja drugi, od dva minimalna standarda za merenje izloženosti rizika likvidnosti, u cilju promovisanja srednjeg i dugoročnog finansiranja sredstava i aktivnosti finansijskih institucija. I dok pokazatelj pokrića likvidnosti ima direktne posledice na potraživanja investicionih društava, kao i na pribegavanje operacijama centralne banke, pokazatelj neto stabilnog finansiranja zahteva strukturne promene u finansiranju banaka i brokersko-dilerskih društava (Scalia, Longoni & Rosolin 2013, 5). Očekuje se da će odgovarajuća primena oba navedena pokazatelja za obezbeđivanje likvidnosti, uz strože kapitalne zahteve, sprečiti nastanak budućih kriza, odnosno smanjiti njihov

<sup>3</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, 54-55.

<sup>4</sup> Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 O. J. L 176/2013, Art. 412.

obim ukoliko se one pojave. Primena u praksi pokazaće da li ima prostora za izvesne korekcije i nadgradnje, kako bi se postigao što stabilniji i otporniji finansijski sektor koji bi mogao valjano da se suprotstavi svim izazovima i eventualnim finansijskim krizama koje se mogu pojaviti (Klajić 2012, 62). S druge strane, uspostavljanje viših kapitalnih zahteva i usvajanje novih standard likvidnosti odraziće se i na poslovanje investicionih društava, s obzirom da je potrebno izdvojiti dodatna finansijska sredstva za njihovu realizaciju.

Koncept upravljanja rizikom likvidnosti investicionih društava u Srbiji pokazuje ozbiljne nedostatke. Ovi nedostaci su pre svega funkcionalne prirode, s obzirom na to da imamo odvojenu regulisanost ovlašćenih banaka i brokersko-dilerskih društava. Naime, likvidnost brokersko-dilerskih društava regulisana je Pravilnikom Komisije za hartije od vrednosti<sup>5</sup>, dok se likvidnost banaka reguliše propisima koje donosi Narodna banka Srbije<sup>6</sup>.

Postoji još jedna osobenost našeg zakona prilikom regulisanja pravila o ograničenju pada kapitala investicionih društava, koji ne sme preći 120% propisanog minimalnog kapitala, odnosno, primerenog kapitala (čl. 199, st. 2 ZTK). Ovime se otvara dilema: kako kapital može pasti do 120%, jer time investiciono društvo nema uopšte kapital, ili je on negativan, ukoliko se zna da prema računovodstvenim standardima kapital investicionog društva može biti pozitivan ili jednak nuli. Kako regulatorni organ (Komisija za hartije od vrednosti) još uvek nije usvojio podzakonska akta kojima bi se rešila ova besmislena situacija, ostaje sporna primena ovog pravila u praksi. Na osnovu uporednopravne analize zaključuje se da je ovo pravilo, kao i mnoge druge nelogičnosti srpskog pravnog režima primerenosti kapitala, posledica nedovoljne stručnosti zakonodavca, te da je verovatno nastalo usled lošeg prevođa stranih propisa, te ukazujemo na potrebu ispravljanja ovog pravila budućim izmenama zakona, s obzirom da je ovako definisana odredba neprimenjiva u praksi (Jovanović 2011, 301).

<sup>5</sup> Pravilnik o likvidnosti brokersko-dilerskog društva, *Službeni glasnik RS*, br. 46/2016.

<sup>6</sup> Odluka o upravljanju rizicima banke, *Službeni glasnik RS*, 45/2011, 94/2011, 119/2012, 123/2012, 23/2013, 43/2013, 92/2013.

## Politike upravljanja rizicima u investicionim društvima

Osnovni cilj Bazelskih sporazuma i Direktiva o primerenosti kapitala je da se investiciona društva primoraju da u poslovanju rizikuju što većim sopstvenim kapitalom (kapitalom svojih vlasnika, odnosno akcionara), a ne 'tuđim' kapitalom (kapitalom koji su pozajmili od svojih klijenata, odnosno ulagača, štediša). Na taj način, investiciona društva će opreznije poslovati, jer će usled neuspeha pretrpeti značajnije gubitke u svojoj imovini, nego kada bi učešće sopstvenog kapitala u poslovanju bilo simbolično (npr. 2% umesto propisanih 8%). Da je kojim slučajem učešće akcionarskog kapitala u ukupnom kapitalu investicionog društva zanemarljivo malo u odnosu na pozajmljeni kapital (npr. 1% naspram 99%), društvo bi tada bilo spremnije da preduzme rizičnije poslove, jer time ne bi ugrozilo sopstvenu imovinu nego tuđu imovinu koja je nesrazmerno veća.

Iako je samo postojanje rizika od pamtiveka bilo suprotno ljudskim težnjama ka civilizacijskom napretku, bez prisustva rizika taj napredak bi izostao. Savremeni finansijski tokovi ukazuju na prisustvo brojnih novih rizika, ali i na modifikaciju već postojećih rizika. Sposobnost identifikovanja rizika, njihovo merenje, praćenje, preduzimanje odgovarajućih strategija, jesu obeležja savremenog finansijskog sektora. Premda je preuzimanje rizika bilo povezano sa osnovnim aktivnostima investicionih društava sve do kraja osamdesetih godina 20. veka, investiciona društva nisu imala razvijen koncept upravljanja rizicima (Jakšić 2012, 152). Proces upravljanja rizicima ne može se posmatrati samo kao proces odbrane od rizika, s obzirom na to da investiciona društva određuju vrstu i nivo rizika koji im je prihvatljiv za preuzimanje. Neretko se investiciona društva u toku poslovanja odlučuju da žrtvuju tekuće prinose zarad budućih nezvesnih prinosa. Preuzimanje rizika i upravljanje rizicima nisu suprotstavljene aktivnosti, naprotiv, one predstavljaju dve strane jedne medalje. Koncept proširenog upravljanja rizicima ne zasniva se samo na izbegavanju rizika, već i na korišćenju rizika (Jakšić 2012, 155). Upravo, odnos brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka prema riziku nije ni pasivan, ni defanzivan, s obzirom da brokersko-dilerska društva i banke aktivno i svesno preuzimaju rizik, jer zauzvrat očekuju profit, koji se ne može realizovati bez rizika (Jovanović 2011, 6). Izbijanjem svetske ekonomske krize 2007. godine, u stručnoj javnosti često su isticani stavovi da upravljanje rizicima predstavlja najslabiju kariku finansijskog sistema. Međutim, svetska ekonomska kriza ne predstavlja posledicu samo loših

procesa upravljanja rizikom, već i podbacivanje organa upravljanja investicionih društava u preduzimanju odgovarajućih mera i odluka prema rizicima sa kojima su se součavali tokom poslovanja.

Dobra regulativa pruža potporu čvrstoj kontroli, a čvrsta kontrola pojačava dobru regulativu. Jedna drugu međusobno pojačavaju i nerealan je očekivati da jedna može biti uspešna bez druge. Bazel III omogućava bolja pravila kojima se ocenjuje sigurnost i solidnost finansijskih institucija, međutim, aktuelna finansijska kriza nam je ukazala da je isto tako potrebna bolja kontrola (Ingves 2013, 152).

Iako je transparentnost neophodan uslov za efikasnu tržišnu disciplinu, ništa ne može garantovati da je to i dovoljno. Smatra se da će zahtevi postavljeni u okviru trećeg stuba imati pozitivan učinak na poslovanje investicionih društava samo ako se učesnici na tržištu ponašaju na način konzistentan finansijskoj stabilnosti. Tržište kapitala ne može dobro funkcionisati bez transparentnosti; uprezanje tržišta da radi u interesu učesnika je nužnost, a ne izbor. Drugim rečima, preduslov za tržišnu disciplinu je ubrzano širenje informacija od strane regulatora i, što je još važnije, učesnici tržišta blagovremeno treba da raspoložu informacijama, poput izloženosti rizicima, primerenosti kapitala i sl. S druge strane, objavljivanje informacija može imati i negativne posledice: povlačenje sredstava u slučaju loših vesti ili iznenađenja. Taj rizik postoji, ali potrebno je pronaći kompromis u načinu ponašanja investicionih društava usled povišenih troškova izazvanih obelodanjivanjem poslovanja. Objavljivanje informacija treba da doprinese stabilnosti i sigurnosti investicionih društava, kao i smanjenju rizika (Meyer 2001, 100-101). Tržišna disciplina nije jedini instrument za disciplinovanje brokersko-dilerskih društava i banaka, možda nije ni najstroži stub Bazelskih sporazuma. Naprotiv, može postati efektivan dodatak procesu nadgledanja. U suštini, tržišnu disciplinu i pravnu regulaciju adekvatnosti kapitala treba posmatrati kao komplementarne mehanizme u cilju ograničavanja rizika u poslovanju investicionih društava (Chalermchatvichien et al. 2013, 19).

## Zaključak

Bliža uporednopravna analiza pravnog režima ograničenja rizika u poslovanju investicionih društava ukazala je da se pravni sistemi razvijenih zemalja (pre svega, mislimo na države članice EU, Grupu 20 i sl.) zasnivaju na principima Bazelskih sporazuma, koji su

implementirani u zakonodavstva država EU putem direktiva i regulativa, uz izvesna odstupanja u pojedinim zemljama (npr. Kina, u kojoj su kapitalni zahtevi viši u odnosu na evropske standarde).

Upotrebom komparativne analize iskustava razvijenih zemalja omogućilo nam je uočavanje jedinstvenog cilja regulisanja poslovanja investicionih društava na globalnom nivou. Uprkos određenim razlikama u pojedinim rešenjima, posledice regulisanja pravnog režima ograničenosti rizika u poslovanju investicionih društava su identične u svim istraživanim pravnim sistemima. Harmonizacija i unifikacija osnovnih pravila o primerenosti kapitala, likvidnosti, izloženosti rizicima i upravljanju rizicima investicionih društava, pruža veću zaštitu učesnicima, smanjenje sistemskog rizika, kao i očuvanje stabilnosti tržišta kapitala.

Na kraju, istraživanje pravnog režima ograničenja rizika u poslovanju investicionih društava upotrebom uporednopravnog metoda pruža nam valjanu osnovu za kritičko analiziranje i preispitivanje domaće regulative u ovoj oblasti. Na osnovu poređenja sa prihvaćenim principima i rešenjima u razvijenim zemljama možemo navesti sledeće primedbe i sugestije za promenu domaće uređenja ograničenosti rizika u poslovanju investicionih društava:

- domaći Zakon o tržištu kapitala ne uočava mnogobrojna rešenja prihvaćena u uporednom pravu, ili su ta rešenja nekonzistentno uneta u domaće zakonodavstvo, čime se stvara pravna praznina koja omogućava brojne zloupotrebe i vodi pravnoj nesigurnosti. U radu je ukazano na ovakve probleme, poput zakonskih pravila kojima se reguliše kapital investicionih društava;
- podzakonska regulativa je nedovoljno razrađena, brojna pitanja i problemi su regulisani bez valjanog pravno-dogmatiskog, odnosno teorijsko-pravnog utemeljenja, što doprinosi narušavanju poverenja u institucije i integritet domaće tržišta kapitala. U prilog tome ističemo pravila kojima se reguliše likvidnost investicionih društava;
- brojna pitanja ograničenosti rizika u poslovanju investicionih društava nisu uopšte regulisana: ublaživač konzervacije kapitala, kontraklični ublaživač kapitala, pokazatelji pokrića likvidnosti i neto stabilnog finansiranja, pristupi i metode za upravljanje kreditnim rizikom (standardizovan,



- IRB pristup, napredni IRB pristup), pristupi upravljanja operativnim rizicima (pristup osnovnog indikatora, standardizovan pristup, pristup naprednog merenja);
- pravila kojima se reguliše poslovanje investicionih društava su nesistematizovana, budući da s jedne strane pomenuti instituti nisu usvojeni za brokersko-dilerska društva, dok s druge strane isti ti instituti su uvedeni u bankarsko pravo i primenjuju se na ovlašćene banke. Pravno posmatrano, zaključujemo da brokersko-dilerska društva imaju povlašćen položaj naspram ovlašćenih banaka, s obzirom da su izuzeta od pravila kojima se reguliše poslovanje. Međutim, sa ekonomskog stanovišta opravdano se može postaviti pitanje postojanja koncepta univerzalnog bankarstva u Srbiji, imajući u vidu neravnopravan položaj banaka i brokersko-dilerskih društava na domaćem tržištu kapitala. Dopuštanjem bankama da se bave trgovinom hartijama od vrednosti, uz višestruko viši cenzus u pogledu visine osnovnog kapitala, omogućava im se veći finansijski potencijal i prednost na tržištu vrednosnih papira u odnosu na brokersko-dilerska društva, koja su usko specijalizovana za trgovinu hartijama od vrednosti. Kao argument navedenoj tvrdnji navodimo sve učestalije povlačenje brokersko-dilerskih društava sa domaćeg tržišta kapitala. Stoga je potrebno doslednije urediti poslovanje brokersko-dilerskih društava prihvatanjem predloženih rešenja i instituta, kako bi opstala na domaćem tržištu kapitala i bila konkurentna ovlašćenim bankama;
  - u cilju podsticanja prekograničnog poslovanja domaćih investicionih društava valjalo bi razmišljati o prihvatanju uporednopravnih rešenja, s obzirom da bi se time omogućila konkurentnost domaćih investicionih društava sa inostranim.

Da bismo izbegli nemerljive posledice potencijalne ekonomske krize, potrebno je kontinuirano jačanje finansijske stabilnosti i stalna budnost. „Što više veravamo sebe da smo savladali rizik i neizvesnost i da smo naučili sve lekcije iz prošlosti, postajemo ranjiviji prema ubistvenoj samouverenosti i verovatnoći da će stvari ponovo poći nezamislivo naopako“ (Caruana 2010, 118).

## LITERATURA

- Basel Committee on Banking Supervision. 2010. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, 1-77.
- Bunčić, Sonja. 2010. "Finansijska regulativa kao reakcija na trenutnu finansijsku krizu". *Pravo i privreda*, br. 4-6: 290-302.
- Ćirović, Zoran i Lana Janković. 2013. „The role of financial regulators in the context of the global financial crisis”. *Ekonomске teme*, br. 4: 627-644.
- Caruana, Jaime. 2010. "Bazel III: prema sigurnijem finansijskom sistemu". *Bankarstvo*, br. 9-10: 98-111.
- Caruana, Jaime. 2010. "Finansijska stabilnost: 10 pitanja i otprilike sedam odgovora". *Bankarstvo*, br. 3-4: 100-119.
- Chalermchatvichien, Pichaphop et al., 2013. "The Effect of Bank Ownership Concentration on Capital Adequacy, Liquidity and Capital Stability". *Journal of Financial Services Research*, no. 1.
- Dukić Mijatović, Mirjana. 2007. "Zakon o bankama u svetlu implementacije evropskog zakonodavstva". *Pravni život*, br. 13: 153-161.
- Ivaniš, Marko. 2012. "Rizici u bankarskom poslovanju". *Pravno-Ekonomski pogledi*, br. 3: 1-15.
- Ingves, Stefan. 2013. "Trenutni prioritet Bazelskog komiteta: podizanje letvice". *Bankarstvo*, br. 1: 150-165.
- Jakšić, Milena. 2012. "Upravljanje rizicima portfolija hartija od vrednosti". *Ekonomski horizonti*, br. 3: 151-164.
- Janković, Miloš. 2004. "Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta". *Pravo i privreda*, br. 5-8: 920-929.
- Janković, Miloš. 2006. "Tržište hartija od vrednosti i pravna sigurnost". *Pravo i privreda*, br. 5-8: 872-880.
- Jovanić, Tatjana. 2009. *Ciljevi i oblici regulisanja poslovanja banaka*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Jovanović, Marija. 2011. „Pojam rizika i upravljanje rizikom u ekonomiji”. *Pravno-Ekonomski pogledi*, br. 3: 1-10.
- Jovanović, Nebojša. 2009. *Berzansko pravo*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Jovanović, Nebojša. " 2011. Novi zakonodavni mućak Srbije u "MiFID" okruženju". U *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije*, ur. Vuk Radović, Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, 228-304.
- Kljajić, Borko. 2012. "Standardi za obezbeđivanje likvidnosti prema Bazelu III". *Bankarstvo*, br. 3: 52-63.
- Kulms, Rainer. 2011. "Shadow banks between innovation and regulation". *Pravo i privreda*, br. 4-6: 533-552.

- Matić, Vesna. 2011. "Bazel III: izmenjeni koncept kapitala (2)". *Bankarstvo*, br. 9-10: 154-157.
- Matić, Vesna. 2013. "Bazel III – međunarodni okvir za merenje izloženosti riziku likvidnosti". *Bankarstvo*, br. 3: 186-189.
- Meyer, H. Laurence. 2001. "Supervising Large Complex Banking Organizations Adapting to Change". In *Prudential Supervision What Works and What Doesn't*, ed. Frederic S. Mishkin, Chicago – London: The University of Chicago Press, 97-105.
- Mrvić, Tatjana. 2002. "Oditori-revizori, rejting agencije i zaštita investitora". *Pravo i privreda*, br. 5-8: 396-409.
- Miu, Peter, Bogie Ozdemir i Michael Giesinger. 2010. "Can Basel III work? – Examining the new Capital Stability Rules by the Basel Committee – A Theoretical and Empirical Study of Capital Buffers", 3-4, <http://www.ssrn.com/abstract=1556446>, 1-32. 09.09.2019.
- Moosa, Imad. 2011. "Basel II to Basel III: a great leap forward?". In *Managing Risk in the Financial System*, eds. John Raymond LaBrosse, Rodrigo Olivares Caminal i Dalvinder Singh, Cheltenham – Northampton: Edward Elgar, 374-393.
- Odluka o upravljanju rizicima banke. *Službeni glasnik RS*. 45/2011, 94/2011, 119/2012, 123/2012, 23/2013, 43/2013, 92/2013.
- Ojo, Marianne. "Basel III – Responses to Consultative Documents. Vital Aspects of the Consultative Processes and the Journey Culminating in the Present Framework". 7, <http://www.ssrn.com/abstract=1692409>: 1-57. 10.09.2019.
- Pravilnik o likvidnosti brokersko-dilerskog društva. *Službeni glasnik RS*. 46/2016
- Radović, Mirjana. 2011. "Bankarski posao depozita hartija od vrednosti". doktorska disertacija. Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu. Beograd.
- Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 O. J. L 176/2013.
- Sarkany, Zoltan. 2011. "The new Basel III rules and recent market developments". London: 1-58.
- Sovilj, Ranko. 2019. "Legal Aspects of Globalization and Integration of the Financial Markets – Case Study of Serbia". In *Towards a Better Future: Democracy, EU Integration and Criminal Justice (2)*, Bitola: University "St. Kliment Ohridski", 160-170.
- Scalia, Antonio. Sergio Longonii Tiziana Rosolin. 2013. "The Net Stable Funding Ratio and banks' participation in monetary policy operations: some evidence for the euro zona. *Questioni di Economia e Finanza*, (195): 5-32.
- Vasiljević, Branko i Miona Delić. 2009. "Regulacija finansijskog tržišta". *Pravo i privreda*, br. 5-8: 466-477.

Vasiljević, Mirko. 2007. *Kompanijsko pravo*. Beograd: *Službeni glasnik* – Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.

Vračarić, Vladimir. "Razvoj i stabilizacija finansijskog sistema". *Pravo i privreda*, 2009, br. 5-8: 606-634.

Walker, A. George. 2011. "Capital and liquidity reform – a new global agenda". In *Managing Risk in the Financial System*, eds. John Raymond LaBrosse, Rodrigo Olivares Caminal i Dalvinder Singh, Cheltenham – Northampton: Edward Elgar, 351-373.

Ranko Sovilj

## LEGAL FRAMEWORK AND POLICIES OF RISK MANAGEMENT IN INVESTMENT COMPANIES

---

### Abstract

The outbreak of the global economic crisis in 2007 opened many questions about the causes of the crisis. After the economic crisis broke out, the question arose as to how to regulate risk management in the investment companies, that is, how to prevent the unintended consequences of the crisis, when it would occur. One of the causes of the crisis was the complete absence of legal regulation, that is, the deregulation of the capital market. Therefore, the paper deals with the normative frameworks and conditions of business of investment companies,

as key participants in the capital market. The focus of the research is on the legal regime, the legal consequences and the possibilities of limiting risks in the business of investment companies. The author point out how the application of newly adopted international standards will increase the stability of the capital market, that is, how it will contribute to more efficient and effective risk management in investment companies. Finally, the proposed solutions will be compared with the position of investment firms in the national law. Precisely, the use of comparative method will enable critical exploration of the proposed solutions and principles from the perspective of national law.

**Keywords:** investment company, risk exposure, liquidity, capital adequacy, risk management