

## PRAVNA OBELEŽJA UPRAVLJANJA TRŽIŠNIM RIZICIMA U INVESTICIONIM DRUŠTVIMA\*\*\*

### Sažetak

*Pitanje upravljanja tržišnim rizicima u investicionim društvima aktuelizuje se i dobija na značaju poslednjih godina usled učestalih kriza i potresa na finansijskim tržištima. Primenom normativnog i uporednopravnog metoda u radu se analizira izloženost investicionih društava tržišnim rizicima u poslovanju. U radu se ukazuje na značaj i određenje tržišnih rizika, kao i na vrste tržišnih rizika kojima su izložena investiciona društva, odnosno značaj uvođenja novih rešenja usvojenih u evropskom zakonodavstvu. Cilj rada je ukazivanje da primena predloženih rešenja zasnovanih na kvalitativnim i kvantitativnim merama treba da omogući investicionim društvima opstanak na tržištu kapitala, uz istovremeno pružanje odgovarajuće pravne zaštite investitorima. Stoga se u radu naglašava potreba uočavanja i ranog prepoznavanja tržišnih rizika u investicionim društvima predlaganjem odgovarajućih mera, procena i modela upravljanja tržišnim rizicima u investicionim društvima.*

**Ključne reči:** investiciono društvo, hartije od vrednosti, tržište kapitala, tržišni rizici, valutni rizik.

### 1. Uvod

Poslednje decenije XX veka obeležile su brojne promene u finansijskom sektoru koje su uticale na izmenu institucionalne strukture funkcionisanja finansijskog sistema. To je doprinelo proširenju delatnosti investicionih društava, uz istovremeno povećanje izloženosti društava mnogobrojnim rizicima karakterističnim za finansijske aktivnosti. Stoga je bilo neophodno identifikovati i analizirati promene koje su prouzrokovane globalizacijom finansijskih tokova, deregulacijom finansijskih tržišta, finansijskim inovacijama, kao i informacionom tehnologijom. Kako bi se smanjila mogućnost nastanka novih finansijskih

---

\* Doktor pravnih nauka, naučni saradnik Instituta društvenih nauka u Beogradu,  
e-mail: [soviljpeca@gmail.com](mailto:soviljpeca@gmail.com); [rsovilj@idn.org.rs](mailto:rsovilj@idn.org.rs)

\*\* Doktor pravnih nauka, naučni saradnik Instituta društvenih nauka u Beogradu,  
e-mail: [sanjazlatanovic1@gmail.com](mailto:sanjazlatanovic1@gmail.com)

\*\*\* Rad je napisan u okviru Programa istraživanja Instituta društvenih nauka za 2021. godinu koji podržava Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

ili ekonomskih kriza, neophodno je unaprediti procese upravljanja rizicima u investicionim društvima (Jakšić, 2012, p. 151).

Koncept upravljanja tržišnim rizicima predstavlja sastavni deo politike upravljanja rizicima u investicionim društvima koja pored tržišnih rizika obuhvata i kreditne rizike, operativne rizike i rizik likvidnosti. Upravljanje tržišnim rizicima sastavni je deo okvira za upravljanje ukupnim rizičnim profilom investicionog društva – planovi, strategije, politike i ciljevi upravljanja tržišnim rizicima čine sastavni deo strategije i politike upravljanja rizicima na nivou investicionog društva. Na međunarodnom nivou, regulisanju tržišnog rizika pristupilo se tek devedesetih godina XX veka, revizijom standarda Bazel I, prema kojem je prvi put predviđeno regulisanje tržišnih rizika.

## 2. Pojam i određenje tržišnog rizika

Tržišni rizik se obično određuje kao rizik od nastanka gubitka u bilansnim i vanbilansnim pozicijama koji proističe iz kretanja cena na tržištu. To znači da tržišni rizik može nastati iz trgovanja ili investiranja u instrumente aktive ili pasive usled promena kamatnih stopa, deviznih kurseva ili cena hartija od vrednosti. Naime, tržišni rizik se meri promenama tržišne vrednosti portfelja, odnosno promenama u računu dobiti i gubitka. Najkraće rečeno, tržišni rizik je rizik promene tržišne vrednosti portfelja (Šverko, 2002, p. 641).

Uglavnom se tržišni rizik vezuje za hartije od vrednosti, odnosno za neizvesnost u promeni cena hartija od vrednosti. Neretko se navodi da je tržišni rizik najzastupljeniji rizik koji postoji u investicionom poslovanju hartijama od vrednosti. Među najčešćim uzrocima koji utiču na promenu cena akcija su: neravnoteža između ponude i potražnje na tržištu vrednosnih papira, objavljivanje poslovnih rezultata privrednih društava, spajanje, pripajanje i podela privrednih društava, promena kamatnih stopa. S druge strane, među najčešćim uzrocima promene cena obveznica su: promene kamatnih stopa, promene kreditnog rejtinga izdavaoca, promene ponude i tražnje na tržištu. Načelno, tržišni rizik je najjednostavnije identifikovati i izračunati, s obzirom na to da se cene hartija od vrednosti beleže pri svakoj obavljenoj transakciji (Latković, 2002, p. 465).

Tržišni rizici proizlaze iz promenljivosti stanja na četiri osnovna ekonomska tržišta: kamatno osetljivom tržištu obligacionopravnih hartija od vrednosti (obveznice, zapisi), tržištu akcija, tržištu valuta i tržištu roba. Promenljivost svakog od pomenutih tržišta podvrgava investiciono društvo promenama cena ili vrednosti finansijskih instrumenata. Kolebljivost cena primećuje se i na razvijenim tržištima, mada je značajno prisutnija na novonastalim i nelikvidnim tržištima. Prisustvo profesionalnih institucionalnih investitora, poput investicionih fondova, hedž fondova, penzionih fondova, osiguravajućih društava, odražava se na strukturu tržišta i prisustvo tržišnog rizika. Na tržištima sa rastućim cenama akcija, institucionalni investitori kupovinom velikih razmera povećavaju njihove cene naviše, dok tržišta na kojima se prodaju veliki blokovi akcija postaju još nestabilnija, što dovodi do povećanja tržišnog rizika (Jazić, 2008, pp. 15–16).

S obzirom na to da pripadaju grupi finansijskih rizika, tržišni rizici mogu se realizovati u portfelju akcija (vlasničkih hartija od vrednosti) ili obveznica (dužničkih hartija od vrednosti), kao i u portfelju finansijskih instrumenata kojima se aktivno trguje, drugim pozicijama bilansne aktive (plasmanima, sredstvima, investicionim aktivnostima), ali i pozicijama vanbilansne aktive. Pojavu tržišnih rizika može uzrokovati dejstvo drugih, nefinansijskih rizika poput: operativnog, poslovnog ili reputacionog rizika (Matić, 2008, p. 70).

Struktura tržišnog rizika, kao i njegovih pojava oblika, menjala se tokom vremena. Tokom prethodnih decenija, najviše se diskutovalo o riziku kamatne stope i valutnom riziku. Glavni razlog za povećano interesovanje proizlazi iz shvatanja da je tržišni rizik postajao sve važniji u poređenju sa kreditnim rizikom.<sup>1</sup> Do sedamdesetih godina XX veka, tržišni rizik prvobitno je posmatran kao rizik likvidnosti, odnosno kao rizik da kritične okolnosti, poput širenja sumnji u pogledu kvaliteta aktive finansijskih institucija, mogu dovesti do njihovog propadanja jer ne raspoložu novim izvorima za prikupljanje sredstava (Carosio, 1994, p. 149). Zanimljivo je i to da je do uvođenja zajedničke valute evra jedan od najzastupljenijih rizika investicionih društava u Evropskoj uniji bio valutni rizik. Kao posledica sve većeg prisustva investicionih društava i kreditnih institucija na tržištu kapitala, danas je rizik vezan za hartije od vrednosti postao jedan od najbitnijih oblika tržišnog rizika (Jovanić, 2009, p. 62).

Na nivou Evropske unije, tržišni rizik prvi put je regulisan Direktivom o primerenosti kapitala investicionih društava i kreditnih institucija iz 1993. godine (Council Directive 93/6/EEC; Ferrarini, 1994, pp. 17–18). Pomenutom direktivom želeo se postići dvostruki cilj: 1) stabilizovati međunarodni finansijski sistem traženjem od investicionih društava i kreditnih institucija EU da obezbede dovoljno adekvatnog kapitala za pokriće tržišnog rizika kojem su izloženi tokom poslovnih aktivnosti; 2) doprineti harmonizovanju pravila svima koji se bave investicionim poslovanjem, uklanjanjem ili smanjenjem konkurentne neravnoteže prouzrokovane različitim regulatornim pristupima usvojenim unutar nacionalnih granica zemalja članica EU, kao i podelom poslova na bankarske i poslove sa hartijama od vrednosti (Hall, 1995, pp. 78–80). Po prvi put, Direktivom je definisan novi pristup za upravljanje tržišnim rizicima u investicionim društvima, poznatiji kao pristup ključnih elemenata (engl. *building block approach*). Prema ovom pristupu, tržišni rizici finansijskih instrumenata (rizik kamatne stope, valutni rizik, rizik promene cene hartija od vrednosti) analiziraju se kao zbir opšteg i specifičnog rizika (Augustin, 1994, p. 142). Pomenuti pristup polazi od pretpostavke da su komponente specifičnog rizika i opšteg rizika u korelaciji, te da njihov zbir predstavlja opravdanu zamenu za tržišne rizike. Navedeni pristup određuje specifični rizik kao rizik promene cene hartije od vrednosti usled činjenica vezanih za njihovog izdavaoca, a opšti rizik kao rizik promene cene hartije od vrednosti nastale usled tržišnih kretanja (Hall, 1995, pp. 78–80). Kao glavni nedostatak ovog pristupa ističe

---

<sup>1</sup> Brojna istraživanja ilustruju nam da je izloženost investicionih društava tržišnom riziku značajno povećana prethodnih godina u mnogim zemljama širom sveta. Primera radi, u Južnoj Koreji je 2004. godine izloženost tržišnom riziku iznosila 21%, što je rast od 14%. U Meksiku, oko 75% ukupne izloženosti riziku investicionih društava mereno vrednošću pod rizikom (VaR metod) može se pripisati tržišnom riziku, dok je do pre deset godina najučestaliji rizik bio kreditni rizik. U Češkoj su se kapitalni zahtevi za tržišnim rizikom udvostručili u poslednjih pet godina (Moreno, 2006, p. 71).

se proizvoljnost, u tom smislu da se isti kapitalni zahtev od 8% primenjuje i na hartije od vrednosti i na valute, bez obzira na njihovu promenljivost. Dodatno, ističe se da navedeni pristup ne uzima u obzir diverzifikaciju rizika (Ho & Sang, 2004, p. 602).

Bazelski sporazumi obuhvatili su tržišni rizik za izračunavanje primerenosti kapitala tek amandmanima iz 1996. godine, kojim se uvodi nivo 3 kapitala za pokriće tržišnog rizika. Bazel II takođe usvaja dotadašnju strukturu kapitala, predviđajući da nivo 3 kapitala čine kratkoročne subordinirane obaveze za namirenje izloženosti prema tržišnom riziku. U pogledu načina računanja minimalno potrebnog kapitala, investicionim društvima se predlaže da prvo izračunaju kapital za izloženosti prema kreditnim i operativnim rizicima, a tek potom izračunaju zahteve za tržišni rizik, nakon što utvrde koliko su nivo 1 i nivo 2 kapitala slobodni za pokriće tržišnog rizika (Matić, 2010, p. 142). Međutim, usvajanjem sporazuma Bazel III 2010. godine predloženo je ukidanje nivoa 3 kapitala, usled nedovoljno kvalitetnih sredstava koji su ga činili.

Tržišni rizik može biti opšti (sistematski) i specifičan (nesistematski) tržišni rizik. Opšti tržišni rizik predstavlja rezultat promena cena svih finansijskih instrumenata koje su prouzrokovane promenama u vođenju ekonomske politike jedne zemlje. Specifičan tržišni rizik javlja se u situacijama kada se cene određenog finansijskog instrumenta ne kreću u istom smeru kao cene drugih, sličnih instrumenata, usled specifičnosti poslovanja izdavaoca tog instrumenta (Đukić, 2007, p. 43).

### 3. Vrste tržišnih rizika

#### 3.1. Rizik kamatne stope

Kada na tržištu dođe do promena kamatnih stopa, izvori prihoda investicionih društava (posebno prihodi od kamata po zajmovima i hartijama od vrednosti), ali i najvažniji izvori rashoda (troškovi od kamata po nedepozitima) takođe moraju pretrpeti promene. Promenljive tržišne kamatne stope menjaju tržišnu vrednost aktive i pasive, a samim tim menjaju neto vrednost investicionih društava (Jazić, 2008, p. 17).

Rizik kamatne stope (engl. *interest rate risk*) definiše se kao rizik smanjenja profita investicionih društava zbog promena u visini kamatnih stopa. U suštini, kamatni rizik predstavlja neizvesnost ostvarenja očekivanih prihoda i rashoda, odnosno profita investicionog društva usled kretanja nivoa kamatnih stopa koje su relevantne za društvo sa aspekta izloženosti aktive ili pasive investicionog društva navedenim kretanjima. Izloženost investicionog društva kamatnom riziku proizlazi iz toga što većina njegovih bilansnih stavki akumulira prihode i rashode koji se usklađuju sa kamatnim stopama (Ivaniš, 2012, p. 7). Među najznačajnijim faktorima rizika kamatne stope ističu se: plasmani u hartije od vrednosti, preferencije klijenata, intenzitet konkurencije, veličina, složenost i obim poslovanja investicionog društva, pozicija na tržištu novca. Osim navedenih činilaca, valja navesti i postojanje tzv. indirektnog kamatnog rizika koji je povezan sa ponašanjem klijenata prilikom izbora pojedinih opcija koje nude investiciona društva (Ivaniš, 2012, p. 8).

Svrha upravljanja rizikom kamatne stope je održavanje izloženosti po kamatnim stopama unutar dozvoljenih granica. Promena kamatnih stopa direktno utiče i na promenu cena hartija od vrednosti. Visoke kamatne stope motivišu investitore da slobodna novčana sredstva preusmeravaju u bankarski sektor, što dovodi do smanjenja potražnje na tržištu kapitala i daljeg pada njihovih cena. Nasuprot tome, niske kamatne stope, odnosno jeftin novac, omogućavaju formiranje slobodnih sredstava koja koriste špekulanti za brojne manipulacije na tržištu kapitala, što neminovno vodi porastu cena hartija od vrednosti. Oskudica novčanih sredstava akumuliranih iz bankarskog sektora smanjuje špekulativnu aktivnost na tržištu kapitala i za posledicu ima pad cena akcija. Obične akcije nose manji rizik kamatne stope u poređenju sa preferencijalnim akcijama, s obzirom na to da su obične akcije pod neposrednim uticajem budućih očekivanja određenog privrednog društva (Jazić, 2008, p. 18).

Rizik kamatne stope izrazito je prisutan kod svih obligacionopravnih hartija od vrednosti (obveznica, zapisa, sertifikata). Međutim, rizik kamatne stope naročito je izražen kod obveznica koje emituje država jer su oslobođene rizika neizvršenja obaveze. Tržišna cena državnih obveznica menja se sa svakom promenom kamatnih stopa na tržištu i retko je jednaka nominalnoj vrednosti. Ukoliko tržišne kamatne stope rastu, pada cena državnih obveznica jer ulagači nisu voljni da kupuju obveznice koje nose nižu kamatnu stopu od one koja je trenutno na tržištu. Nasuprot tome, kada padaju tržišne kamatne stope, raste cena državnih obveznica jer su tada ulagači zainteresovani za već emitovane obveznice po višoj kamatnoj stopi od trenutne. Ukoliko ulagači žele da izbegnu učestale promene kamatnih stopa, mogu se opredeliti za ulaganje u kratkoročne obveznice sa rokom dospelosti do godinu dana. Tada se suočavaju s drugom vrstom rizika, a to je rizik nominalne (kupske) kamatne stope. I korporativne obveznice (obveznice koje izdaje privredno društvo, tj. korporacija) suočavaju se sa dve vrste rizika – rizikom promene cene i rizikom nominalne kamatne stope. Suštinska razlika u poređenju sa državnim obveznicama jeste ta što korporativne obveznice moraju ponuditi veće kamatne stope investitorima usled postojanja rizika od bankrotstva društva (Jazić, 2008, p. 19).

### 3.2. Valutni (devizni) rizik

Zakon o tržištu kapitala definiše valutni ili devizni rizik (engl. *foreign exchange risk*) kao rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital investicionog društva usled promene valutnog (deviznog) kursa (čl. 189, uporediti Zakon o bankama, čl. 32). Valutni rizik se sastoji u mogućnosti nepovoljne promene kursa strane valute koju potražuje ili duguje investiciono društvo, ili na koju glasi hartija od vrednosti koju društvo potražuje ili duguje (Jovanović, 2009, p. 133). Šire posmatrano, valutni rizik mogao bi se definisati kao rizik od promena u imovini, prihodima i konkurentskoj poziciji investicionog društva usled oscilacija u visini valutnih kurseva, uključujući i zlato. Zlato je bliže valutnoj poziciji nego robnoj, jer je promenljivost njegove vrednosti u sličnoj poziciji sa stranim valutama, stoga investiciona društva upravljaju zlatom na sličan način kao i sa stranim valutama (Matić, 2010, p. 144).

Valutnom riziku značajno je doprineo pad Bretonvudskog sporazuma, ali i svakodnevna politička i ekonomska kretanja. Smatra se da postoje tri osnovne vrste izloženosti valutnom riziku: ekonomska, transakciona i bilansna (konverzion) izloženost valutnom riziku. Ekonomska izloženost riziku deviznih kurseva obuhvata posledice promene deviznih kurseva na spoljnotrgovinsko poslovanje. Zapravo, ekonomska izloženost valutnom riziku nastaje kao posledica realne promene kursa valute u odnosu na valute konkurenata (Jovanić, 2009, p. 63). Transakciona izloženost valutnom riziku predstavlja izloženost riziku, koja može dovesti do toga da se ne realizuje očekivana zarada u finansijskim transakcijama u kojima prodajna cena i troškovi nisu u istoj valuti, usled prisutnih promena u vrednosti kursa valuta između perioda utvrđivanja cena i naplate učinjene usluge. Ukratko, transakciona izloženost podrazumeva vremensku neusklađenost između trenutka preuzimanja obaveze i njenog plaćanja (Ivaniš, 2012, p. 9). Bilansna (konverzion) izloženost valutnom riziku obuhvata uticaj promene kurseva na aktivu i pasivu bilansa stanja i prihode i rashode bilansa uspeha investicionih društava. Ona dolazi do izražaja pri odabiru vrednosti stranih valuta po osnovu kojih se obavlja njihova konverzija za nastale poslovne promene, pri sastavljanju finansijskih izveštaja, bilansa stanja i bilansa uspeha (Jazić, 2008, p. 27).

Investiciona društva koja posluju globalno, odnosno učesnici na međunarodnom tržištu kapitala, posebno su izložena valutnom riziku, s obzirom na to da su ta društva izložena promenama kurseva brojnih valuta. Na devizne kurseve valuta svih država utiče njihov spoljnotrgovinski bilans, kao i situacija u međunarodnoj trgovini. Izloženost investicionog društva valutnom riziku podrazumeva postojanje neto kratke ili duge otvorene pozicije u određenoj valuti (Dale, 1994, p. 54). Investiciono društvo ima kratku deviznu poziciju kada su mu devizne obaveze veće u odnosu na deviznu aktivu (kada je u trgovini hartijama od vrednosti pretrpeo gubitak usled negativnog kursa domaće valute), a dugu deviznu poziciju kada mu je devizna aktiva veća od devizne pasive (društvo je ostvarilo dobit u trgovini hartijama od vrednosti usled pozitivnog kursa domaće valute) (Đukić, 2007, p. 37).

Zakon o tržištu kapitala obavezuje investiciono društvo da poseduje kapital primeren njegovoj izloženosti valutnom riziku ukoliko je vrednost kapitala najmanje 8% ukupne izloženosti tom riziku. Društvo računa neto izloženost u određenoj stranoj valuti kao zbir: neto trenutnih izloženosti, koje predstavljaju razliku između svih pozicija aktive i svih pozicija pasive u bilansu stanja, i neopozivih garancija i drugih sredstava obezbeđenja u određenoj stranoj valuti. Razlike utvrđene između pozicija u aktivi i pasivi u određenoj stranoj valuti, tj. neto izloženost u svim stranim valutama, konvertuju se u dinare prema srednjem kursu Narodne banke Srbije. Potom se sve neto kratke pozicije i sve neto duge pozicije posebno sabiraju tako da se uspostavi poseban iznos svih neto kratkih pozicija i svih neto dugih pozicija, a razlika ovih pozicija jeste ukupna neto izloženost investicionog društva.<sup>2</sup>

Pri izračunavanju valutnog rizika, Bazelski komitet i pomenuta direktiva EU prihvataju metod pod imenom *short-hand method*. Prema ovom metodu, prvo se obavlja sabiranje svih kratkih i svih dugih pozicija u različitim valutama, a potom se prepisuje

<sup>2</sup> Pravilnik o adekvatnosti kapitala, izloženosti riziku, posebnim rezervama i likvidnosti brokersko-dilerskog društva, čl. 19. Izračunavanje otvorene neto devizne pozicije banke regulisano je Odlukom o adekvatnosti kapitala banke, čl. 9-14.

ona koja je veća, kao indikator ukupne neto otvorene pozicije (Đukić, 2007, p. 40). Kako bi se zaštitilo od nastanka valutnog rizika, investiciono društvo može koristiti terminske transakcije ili izvedene finansijske instrumente, poput fjučersa i opcija.

### 3.3. Rizik promene cena hartija od vrednosti

Rizik promene cena hartija od vrednosti prisutan je na tržištu kapitala. Ovom riziku izloženi su svi učesnici na tržištu kapitala koji u svojim portfeljima poseduju hartije od vrednosti. Ukoliko dođe do pada vrednosti njihovih hartija na regulisanom tržištu (berzi), multilateralnoj trgovačkoj platformi (MTP) ili OTC tržištu, istovremeno će doći do pada vrednosti njihovog portfelja i, obratno, ukoliko dođe do porasta vrednosti hartija, raste i vrednost njihovog portfelja (Avram, 1999, p. 22).

Zakon o tržištu kapitala definiše rizik promene cena kao rizik gubitka koji proizlazi iz promene cene finansijskog instrumenta, odnosno u slučaju izvedenog finansijskog instrumenta, iz promene cene osnove iz koje je izveden taj finansijski instrument. Rizik promene cena može biti: 1) opšti rizik promene cene predstavlja gubitak koji proizlazi iz promene cene finansijskog instrumenta zbog promene visine kamatnih stopa ili drugih većih promena na tržištu kapitala, nezavisno od bilo koje specifične karakteristike tog finansijskog instrumenta; 2) specifični rizik promene cene predstavlja gubitak koji proizlazi iz promene cene finansijskog instrumenta zbog činjenica vezanih za izdavaoca, odnosno u slučaju izvedenog finansijskog instrumenta, zbog činjenica vezanih za izdavaoca osnovnog finansijskog instrumenta (Zakon o tržištu kapitala, čl. 189, st. 2 i 3).

Do usvajanja Direktive o primerenosti kapitala investicionih društava i kreditnih institucija, specifični rizik posmatran je kao kreditni rizik. Analiza specifičnog rizika prema Direktivi zasnovana je pre svega na tržišnom pristupu (Directive 2013/36/EU). Do pojave specifičnog rizika dolazi ukoliko učesnici na tržištu promene svoje mišljenje o poziciji određenog izdavaoca, dok je kreditni rizik zasnovan na prirodi izdavaoca. Međutim, kako Direktivom nisu jasno određeni parametri specifičnog rizika, u praksi se dešavalo da se ovaj rizik posmatra i kao tržišni i kao kreditni rizik (Augustin, 1994, p. 143). Da bi se zaštitili od specifičnog rizika, investiciona društva moraju posedovati kapital od najmanje 8% od ukupne izloženosti ovom riziku. Ovaj iznos se može smanjiti na 4% ukoliko se ustanovi da je portfelj hartija od vrednosti likvidan i dovoljno disperzovan (Laas & Siegel, 2013, p. 5).

Globalizacija finansijskih tržišta i razvoj novih finansijskih instrumenata i finansijskih derivata uticala je da korelacije cena sličnih finansijskih instrumenata postanu vrlo izražene, a time i dubina tržišta. Stoga diverzifikacija portfelja finansijskih instrumenata predstavlja jednu od ključnih strategija upravljanja ovim rizikom (Jovanić, 2009, p. 63).

### 3.4. Rizik druge ugovorne strane

Rizik druge ugovorne strane (engl. *counterparty risk*) i rizik izmirenja jesu rizici gubitka koji proizlaze iz neizvršavanja obaveza druge ugovorne strane na osnovu pozicija iz knjige trgovanja. Uvidevši značaj, standard Bazel III predviđa da rizik druge ugovorne

strane treba regulisati najmanje na nivou tržišnog ili kreditnog rizika. Posebno se ističe potreba za formiranjem nezavisnog odeljenja za upravljanje ovim rizikom. Domaće zakonodavstvo regulisalo je rizik druge ugovorne strane kao tržišni rizik, premda se u evropskom zakonodavstvu ovaj rizik uglavnom određuje kao kreditni rizik (Mathur & Skoglund, 2011, p. 3). Mathur i Skoglund posebno ističu razgraničenje ovog rizika od tržišnog, pravnog, operativnog rizika i rizika likvidnosti koji mogu biti povezani sa rizikom druge ugovorne strane.

U postupku upravljanja rizikom druge ugovorne strane, investiciono društvo je dužno da pre zaključenja određenog posla proceni kreditnu sposobnost druge ugovorne strane, ali i da uzme u razmatranje rizik izmirenja i kreditni rizik pre izmirenja. Investiciono društvo upravlja ovim rizikom koliko je moguće celovito, na nivou svake druge ugovorne strane, imajući u vidu ukupnu izloženost riziku druge ugovorne strane i ostale kreditne izloženosti na nivou celog društva (Regulation EU 575/2013, čl. 286, st. 2).

#### 4. Politika upravljanja tržišnim rizicima

Upravljanje tržišnim rizicima obuhvata nekoliko faza koje počinju identifikacijom, zatim sledi merenje i praćenje izloženosti riziku, računanje minimalno potrebnog kapitala, a okončava se internim nadzorom (Sovilj, 2020, p. 47). Strategija upravljanja tržišnim rizicima sastavni je deo poslovanja investicionih društava i podrazumeva prepoznavanje različitih oblika tržišnih rizika kojima su izložena investiciona društva, merenje rizika pomoću kvantitativnih metoda, definisanje postupaka kojima se obavlja upravljanje rizicima, procenu rizika, primenu tehnika za smanjenje rizika, evaluaciju rezultata (Latković, 2002, p. 463).

Politika upravljanja tržišnim rizicima ne može se posmatrati samo kao proces odbrane od rizika s obzirom na to da investiciona društva utvrđuju vrstu i nivo rizika koji im je prihvatljiv za preuzimanje. Investiciona društva u toku svog poslovanja neretko se odlučuju da se odreknu tekuće dobiti zarad buduće, neizvesne dobiti.<sup>3</sup> Preuzimanje rizika i upravljanje rizicima nisu suprotstavljene aktivnosti, naprotiv, oni predstavljaju dve strane jedne medalje (Jakšić, 2012, p. 155).

Direktiva o primerenosti kapitala investicionih društava predviđa da investiciona društva koja su značajna u smislu svoje veličine, unutrašnje organizacije i vrste, obima i složenosti svojih poslova, osnuju odbor za rizike koji čine oni članovi uprave koji nemaju

<sup>3</sup> Poslednjih decenija u finansijskom svetu prisutni su brojni primeri lošeg upravljanja tržišnim rizicima. Među najčešće navodjenim primerima je slučaj engleske Berings banke (*Barings Bank*), koji je nastao usled greške jednog zaposlenog koji je trgujući fučers ugovorima izgubio više od 1,3 milijarde dolara na teret banke, što je dovelo do bankrotstva jedne od najstarijih engleskih banaka. Međutim, ovo nije usamljen slučaj u finansijskoj literaturi s obzirom na to da su velike gubitke zbog nevaljanog upravljanja tržišnim rizicima doživele i državne institucije. Kao primer navodi se Kalifornijska opština *Orange County*, koja je osnovala novčani fond tokom devedesetih godina XX veka. Iako je prvobitno planirano ulaganje isključivo u likvidne finansijske instrumente, menadžer ovog fonda Bob Citron ulagao je značajna sredstva u derivativne instrumente. Tokom 1994. godine Američka centralna banka (*Federal Reserve System - FED*) povećala je kamatne stope, što je prouzrokovalo velike gubitke fonda, koji su iznosili preko 1,6 milijardi dolara (Šverko, 2002, p. 643).



nikakve izvršne funkcije u tom društvu. Članovi odbora za rizike moraju posedovati odgovarajuće znanje, veštine i stručnost kako bi u potpunosti razumeli i pratili strategiju rizika i sklonost preuzimanju rizika društva (Directive 2013/36/EU, čl. 88, st. 1). Osnovni zadatak odbora za rizike jeste savetovanje uprave društva o trenutnim i budućim sklonostima preuzimanja tržišnih rizika, kao i o daljoj strategiji. Takođe, odbor je dužan da pomaže upravi u nadgledanju sprovođenja te strategije od strane izvršnog odbora. Odbor za rizike ispituje da li se uzimaju u obzir poslovni model i strategija rizika prilikom pružanja usluga klijentima, imajući u vidu vrednost posla, obaveze i imovine koje se nude klijentima. Ukoliko cene ne odražavaju rizike na odgovarajući način u skladu sa poslovnim modelom i strategijom rizika, odbor za rizike je dužan da usvoji plan za poboljšanje (Directive 2013/36/EU, čl. 76, st. 3).

Sprovođenje efikasne kontrole nad izloženošću tržišnim rizicima potpada pod nadležnost odbora direktora i izvršnog odbora društva. U nadležnosti odbora direktora je da definiše strategije upravljanja tržišnim rizicima, da odredi prihvatljiv nivo izloženosti investicionog društva tržišnim rizicima, da izračunava potreban kapital, da obezbedi odgovarajući proces upravljanja tržišnim rizicima od identifikovanja, merenja i praćenja do kontrole tržišnih rizika. U nadležnosti izvršnog odbora je kreiranje politike i procedure za upravljanje tržišnim rizicima (Matić, 2008, p. 70).

Investiciono društvo je obavezno da uspostavi praćenje i kontrolu tržišnih rizika na dnevnoj osnovi. Dnevno praćenje tržišnih rizika obuhvata praćenje svih pozicija iz knjige trgovanja, zatim iskorišćenosti i prekoračenja granica, kao i rezultata aktivnosti trgovanja, pritom limitima treba da bude obuhvaćena svaka ugovorena transakcija. Dodatno, investiciono društvo je dužno da sastavlja izveštaje o praćenju pozicija iz knjige trgovanja, koja sadrži pregled otvorenih pozicija po vrstama transakcija, po vrstama rizika i po organizacionim jedinicama, kao i pregled uspostavljenih limita i nivoa iskorišćenosti. Takođe, potrebno je u izveštaje inkorporisati pregled tekućih i kumulativnih rezultata na mesečnom i godišnjem nivou (Odluka o upravljanju rizicima banke, čl. 53).

Postoji nekoliko načina za merenje tržišnog rizika. Jedan od pristupa je ocenjivanje pozicije investicionog društva na osnovu tržišne vrednosti svakog elementa portfelja. Društvo je obavezno da prati dnevne tržišne vrednosti svojih hartija od vrednosti, a zatim da simulira koliko može izgubiti usled tržišnih kretanja. Naredni pristup za merenje tržišnog rizika zasniva se na merenjima elastičnosti vrednosti portfelja usled promena kamatnih stopa. Najsloženiji i najčešće korišćen pristup za kvantifikovanje tržišnog rizika je model vrednosti pod rizikom (engl. *Value at Risk* – VaR).<sup>4</sup> VaR

---

<sup>4</sup> Metodu vrednosti pod rizikom razvila su investiciona društva tokom devedesetih godina XX veka. Ključni cilj bio je sistematizacija merenja rizika radi kvalitetnijeg praćenja i upravljanja tržišnim rizicima. Model VaR je svoju prvu javnu primenu doživeo jula 1993. godine, kada je grupa okupljena oko svop dilera preporučila usvajanje VaR-a svim aktivnim dilerima. U svom izveštaju, *Global Derivatives Study Group of The Group of Thirty* pozvala je dilere da dosledno koriste mere za izračunavanje tržišnog rizika njihovih pozicija derivata na dnevnoj osnovi i da ih upoređuju sa granicama izloženosti tržišnih rizika. Tržišni rizik najbolje se meri kao vrednost pod rizikom, koristeći verovatnoću analize zasnovanu na zajedničkom intervalu poverenja i vremenskom intervalu (Culp, Miller & Neves, 1998, p. 27). Još jedan važan događaj uticao je na široku primenu VaR metode. U pitanju je zahtev američke Komisije za hartije od vrednosti i berze (*Securities and Exchange*

se definiše kao maksimalna potencijalna promena u vrednosti portfelja finansijskih instrumenata, sa zadatom verovatnoćom, za određeni period (Avram, 1999, p. 24). Procena započinje računanjem verovatnoće prinosa svake vrste finansijskog instrumenta posebno u portfelju, za određeni period, a potom se za isti taj period računaju mogući gubici. Svrha korišćenja modela VaR obrazlaže se time što pogrešna procena rizika pri alokaciji portfelja može dovesti do ozbiljnih posledica po profitabilnost i finansijsku stabilnost investicionih društava (Petrović & Mičić, 2007, p. 194). Uprkos mnogobrojnim prednostima, VaR ne može mnogo doprineti ukoliko investiciono društvo nema valjano razvijenu infrastrukturu upravljanja tržišnim rizicima – politike, procedure i sisteme za upravljanje, kao i definisane nadležnosti članova uprave.

## 5. Zaključak

Na osnovu primene normativnog i uporednopravnog metoda u istraživanju konstatujemo da je domaći pravni režim upravljanja tržišnim rizicima u investicionim društvima samo deklarativno usaglašen sa aktuelnim standardima inkorporisanim u evropsko zakonodavstvo i sa bazelskim sporazumima. U domaćem zakonodavstvu upravljanje tržišnim rizicima je vrlo skromno regulisano. Zakon o tržištu kapitala obavezuje investiciona društva da uspostave stabilan sistem upravljanja koji podrazumeva jasnu organizacionu strukturu sa definisanim, transparentnim i usaglašenim opisima dužnosti, efikasnim merama za identifikovanje, upravljanje, praćenje i izveštavanje o tržišnim rizicima i velikoj izloženosti ili potencijalnoj izloženosti, kao i odgovarajuće mehanizme unutrašnje kontrole, uključujući i odgovarajuće administrativne i računovodstvene procedure (čl. 187, st. 7). Međutim, navedena zakonska odredba ostaje „mrtvo slovo na papiru“ s obzirom na to da je neprimenjiva u praksi jer nisu usvojena prateća podzakonska akta kojima bi se omogućila primena navedene odredbe. Na taj način stvorena je pravna praznina koja omogućava brojne zloupotrebe i manipulacije od strane investicionih društava, što vodi pravnoj nesigurnosti na domaćem tržištu kapitala.

U kom pravcu će se u budućnosti pristupiti regulisanju upravljanja tržišnim rizicima u investicionim društvima zavisice samo od namere zakonodavca (Sovilj, 2016, p. 413). Ukoliko regulatorni organi nastoje da obezbede stabilnost domaćeg tržišta kapitala i sigurnost u poslovanju investicionih društava, neophodno je da sprovedu zakonske izmene usvajanjem pratećih podzakonskih akata koji bi preciznije definisali postupke za upravljanje tržišnim rizicima, odredili kvantitativne metode za procenu i merenje tržišnih rizika, predvideli uvođenje tehnika za smanjenje rizika i evaluaciju rezultata poslovanja investicionih društava.

---

*Commission – SEC* upućen investicionim društvima sa tržišnom kapitalizacijom većom od 2,5 milijardi dolara da objavljuju podatke o vrednostima pod rizikom. Počevši od 1994. godine, prve kompanije su u svojim godišnjim finansijskim izveštajima počele da objavljuju podatke o izloženosti tržišnim rizicima i vrednostima pod rizikom (Šverko, 2002, p. 646).

## Literatura

- Augustin, D. 1994. Credit Risks in European and International Regulations. In: Ferrarini, G. (ed.), *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*. London/The Hague: Kluwer Law International, pp. 139–148.
- Avram, K. 1999. Capital adequacy requirements for Australian banks. *Economic Papers: A Journal of Applied Economics and Policy*, 18(3), pp. 19–33.
- Carosio, G. 1994. Interest Rate Risks and Foreign Exchange Risks. In: Ferrarini, G. (ed.), *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*. London/The Hague: Kluwer Law International, pp. 149–156.
- Culp, L.C., Miller, H.M. & Neves, M.P.A. 1998. Value at Risk: Uses and Abuses. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(4), pp. 26–39.
- Dale, R. 1994. The Regulation of Investment Firms in the European Union. In: Ferrarini, G. (ed.), *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*. London/The Hague: Kluwer Law International, pp. 28–62.
- Đukić, Đ. 2007. *Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama*. Beograd: Beogradska berza.
- Ferrarini, G. 1994. Introduction. In: Ferrarini, G. (ed.), *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*. London/The Hague: Kluwer Law International, pp. 3–26.
- Hall, M.J.B. 1995. The Capital Adequacy Directive: An Assessment. *Journal of International Banking Law*, 10, pp. 78–80.
- Ho, T.S.Y. & Sang, B.L. 2004. *The Oxford Guide to Financial Modeling: Applications for Capital Markets, Corporate Finance, Risk Management and Financial Institutions*. New York: Oxford University Press.
- Ivaniš, M. 2012. Rizici u bankarskom poslovanju. *Pravno-ekonomski pogledi*, 3, pp. 1–15.
- Jakšić, M. 2012. Upravljanje rizicima portfolija hartija od vrednosti. *Ekonomski horizonti*, 3, pp. 151–164.
- Jazić, V. 2008. *Rizici u bankarskom poslovanju*. Beograd: Stubovi kulture.
- Jovanić, T. 2009. *Ciljevi i oblici regulisanja poslovanja banaka*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Jovanović, N. 2009. *Berzansko pravo*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Latković, M. 2002. Upravljanje rizicima: identifikacija, mjerenje i kontrola. *Financijska teorija i praksa*, 26(2), pp. 463–477.
- Matić, V. 2008. Tržišni rizici. *Bankarstvo*, 3–4, pp. 70–72.
- Matić, V. 2010. Bazel II – tržišni rizik. *Bankarstvo*, 1–2, pp. 140–145.
- Moreno, R. 2006. The changing nature of risks facing banks. In: *BIS Papers No.28, The banking system in emerging economies: how much progress has been made?*. Basel: Bank for International Settlements, pp. 67–98.
- Petrović, V. & Mičić, M. 2007. Uvođenje procene rizika (risk-based) u postupku nadzora – supervizije u Narodnoj banci Srbije. *Pravni život*, 13, pp. 187–199.
- Sovilj, R. 2016. Regulatorne mere i politike upravljanja rizikom likvidnosti u bankama. *Pravo i privreda*, 4–6, pp. 402–414.
- Sovilj, R. 2020. Izazovi upravljanja kreditnim rizikom u investicionim društvima u kriznim situacijama. *Strani pravni život*, 64(3), pp. 43–56.

Šverko, I. 2002. Rizična vrijednost (Value at Risk) kao metoda upravljanja rizicima u financijskim institucijama. *Ekonomski pregled*, 53(7–8), pp. 640–657.

### Internet izvori

Laas, D. & Siegel, C. 2013. *Basel Accords versus Solvency II: Regulatory Adequacy and Consistency under the Postcrisis Capital Standards*. Dostupno na: <http://www.ssrn.com/abstract=2248049>, (20. 4. 2021).

Mathur, S. & Skoglund, J. 2011. *Counterparty Exposure Management in the Basel III Era*. Dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2056804>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2056804>, (5. 5. 2021).

### Pravni izvori

Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions, *Official Journal of European Communities*, L 141/1.

Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC, *Official Journal of the European Union*, L 176/338.

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, *Official Journal of the European Union*, L 176/1.

Zakon o bankama, *Službeni glasnik RS*, br. 107/2005, 91/2010 i 14/2015.

Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 31/2011, 112/2015 i 108/2016 i 9/2020.

Odluka o adekvatnosti kapitala banke, *Službeni glasnik RS*, br. 46/2011, 6/2013 i 51/2014.

Odluka o upravljanju rizicima banke, *Službeni glasnik RS*, br. 45/2011, 94/2011, 119/2012, 123/2012, 23/2013 – dr. odluka, 43/2013, 92/2013, 33/2015, 61/2015, 61/2016, 103/2016, 119/2017, 76/2018, 57/2019, 88/2019 i 27/2020.

Pravilnik o adekvatnosti kapitala, izloženosti riziku, posebnim rezervama i likvidnosti brokersko-dilerskog društva, *Službeni glasnik RS*, 102/2003 i 16/2005.

**Ranko P. Sovilj, PhD**

Research Associate, Institute of Social Sciences, Belgrade, Serbia

e-mail: *soviljpeca@gmail.com; rsovilj@idn.org.rs*

**Sanja N. Stojković Zlatanović, PhD**

Research Associate, Institute of Social Sciences, Belgrade, Serbia

e-mail: *sanjazlatanovic1@gmail.com*

**LEGAL FEATURES OF MARKET RISKS MANAGEMENT  
IN INVESTMENT COMPANIES**

Summary

The issue of market risks management in investment companies is being updated and gaining importance in recent years, due to frequent crises and shocks in the financial markets. The application of the normative and comparative method in work analyzes the exposure of investment companies business to market risks. The paper points out the importance of determining market risks, as well as the types of market risks to which investment companies are exposed, and the importance of introducing new solutions adopted in the European legislation. The application of the proposed solutions based on qualitative and quantitative measures should enable both investment companies surviving on the capital market and providing adequate legal protection to investors. Therefore, the paper emphasizes the need for identifying and early recognition of market risks in investment companies, proposing appropriate measures, assessments and models for managing market risks in the investment companies.

**Keywords:** investment company, securities, capital market, market risks, currency risk.

**Primljeno:** 14. 5. 2021.

**Izmenjeno:** 17. 6. 2021.

**Prihvaćeno:** 30. 6. 2021.