

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ

ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ

Ранко П. Сивиљ

ПРАВНИ РЕЖИМ ОГРАНИЧЕЊА РИЗИКА У
ПОСЛОВАЊУ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД
ВРЕДНОСТИ

докторска дисертација

Београд, 2015

UNIVERSITY OF BELGRADE

FACULTY OF LAW

Ranko P. Sovilj

THE LEGAL REGIME OF LIMITATION OF
RISK IN BUSINESS OF SECURITIES
DEALERS

Doctoral Dissertation

Belgrade, 2015

ПОДАЦИ О МЕНТОРУ И ЧЛАНОВИМА КОМИСИЈЕ

Ментор:

Др Небојша Јовановић,

редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду

Чланови комисије:

Др Мирко Васиљевић,

редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду

Др Небојша Јовановић,

редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду

Др Мирјана Радовић,

доцент Правног факултета Универзитета у Београду

Др Стипе Ловрета,

редовни професор Економског факултета Универзитета у Београду

Датум одбране:

ПРАВНИ РЕЖИМ ОГРАНИЧЕЊА РИЗИКА У ПОСЛОВАЊУ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

Резиме

У уводном делу биће приказан предмет дисертације „Правни режим ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности“. Предмет дисертације односи се на основне циљеве финансијске регулације, са посебним освртом на пословање брокерско-дилерског друштва и овлашћене банке, њихов особен регулаторни режим, тј. скуп мера и инструмената којима се на посредан и непосредан начин регулише, контролише и усмерава њихово пословање.

Друга глава биће посвећена финансијским тржиштима и финансијским институцијама, које имају централну улогу у савременим економијама. Ниво регулисаности и контроле финансијских токова на тржишту капитала и активности финансијских институција, разликује се од земље до земље, због специфичних економских, политичких, историјских и културних услова поједине земље.

У трећем поглављу биће приказани основни учесници на тржишту капитала – брокерско-дилерско друштво и овлашћена банка. Брокерско-дилерско друштво је привредно друштво које се, под строгим надзором државе, бави трговином хартијама од вредности као својом основном делатношћу. У оквиру своје редовне делатности брокерско-дилерско друштво може обављати послове попут препродаје или пружања услуга. Овлашћена банка је инвестиционо друштво које представља организациону јединицу кредитне институције у чије редовно пословање спада пружање инвестиционих услуга клијентима, односно професионално обављање инвестиционих активности у вези са хартијама од вредности.

Наредно поглавље бавиће се историјским приказом института ограничености ризика у пословању трговаца. Биће указано на развој овог института на међународном нивоу, који је започет средином седамдесетих година прошлог века урушавањем банкарског система. Тиме је иницирано оснивање Базелског комитета за надгледање

банака који је до сада усвојио неколико споразума о капиталу познатијих као Базел стандарди. Ови стандарди унети су у директиве ЕУ о примерености капитала, чиме су постали обавезујући за све земље чланице ЕУ. Напослетку, биће речи и о примени ових правила у домаћем законодавству.

У наредном поглављу поћи ће се од општих циљева регулисања пословања трговаца хартијама од вредности, који ће се огледати у стварању могућности за постојање и одржавање стабилног финансијског система, заснованог на поштенom и сигурном пословању трговаца вредносницама, као и постизању ваљане заштите осталих учесника на финансијском тржишту. Трговци хартијама од вредности дужни су да послују сигурно и поштено, како не би својом економском пропашћу оштетили своје клијенте и евентуално изазвали поремећаје на финансијском тржишту. Трговци су дужни да послују у складу са стандардом доброг стручњака, да избегавају сукоб својих интереса са интересима својих клијената. Од њих се очекује да имају поштен однос према својим клијентима, да предузимају радње само у њихову корист, чак и када су противне њиховим интересима.

У шестом поглављу биће речи о изложености ризику трговаца хартијама од вредности. Изложеност ризика односи се на могућност трговаца да постану неспособни за испуњавање обавеза према повериоцима, из разлога што не могу да намире потраживања од својих дужника. Стога је трговцима забрањено да се претерано излажу ризику према једном дужнику или мањем броју повезаних дужника. Тиме им се намеће обавеза израчунавања границе изложености ризику према једном лицу или групи повезаних лица.

У наредном поглављу биће речи о капиталу и обавезним резервама које трговци хартијама од вредности морају поседовати. Брокерско-дилерско друштво и овлашћена банка могу имати опште и посебне резерве. Док општим резервама покривају губитак који може настати из било ког разлога у пословању, посебним резервама покривају губитке у појединим пословима са хартијама од вредности. Трговци су обавезни да образују посебне резерве и да их искажу на посебном рачуну у оквиру пасиве. Последњом ревизијом Базелских споразума уведени су додатни нивои капитала и то контрациклични ублаживач капитала и ублаживач конзервације капитала.

Следеће поглавље односи се на ликвидност трговаца хартијама од вредности. Ликвидност је стање у имовини трговаца у којем они имају довољно средстава да у

сваком тренутку правовремено испуњавају доспеле новчане обавезе. Трговци хартијама од вредности су у обавези да управљају ликвидношћу, планирају приливе и одливе новчаних средстава, прате ликвидност дневним рачунањем коефицијента који не сме бити мањи од један.

Девета глава посвећена је примерености капитала. Примереност, односно адекватност капитала, представља однос нето вредности капитала трговаца хартијама од вредности према ризицима у пословању. Ризици трговаца вредносницама могу бити: кредитни, оперативни, трговински (робни, девизни, ризик каматне стопе итд.). Капитал брокерско-дилерског друштва односно овлашћене банке примерен је изложености ризику у трговини хартијама од вредности, уколико износи најмање осам одсто укупне изложености ризику у датом периоду.

У десетом поглављу биће приказана методологија мерења и управљања ризицима. Ефикасно управљање ризицима подразумева развијен систем унутрашње контроле, прераспodelу надлежности и поштовање начела корпоративног управљања. Међу битним организационим сегментима брокерско-дилерског друштва и овлашћене банке јесте одељење за управљање ризицима, које обично обухвата три нивоа. На највишем нивоу формулише се политика ризика, која се затим спроводи на нижим нивоима кроз управљање ризицима и портфолио менаџмент. Сврха управљања ризицима је постизање равнотеже измађу ризика и приноса. Модерни концепт управљања ризицима јесте издвајање цене ризика у виду резерви и капитала брокерско-дилерског друштва и овлашћене банке.

У последњем поглављу говориће се о спровођењу надзора над пословањем трговаца хартијама од вредности. Надзор над пословањем трговаца вредносницама представља један од основних постулата Базелских стандарда. Један од главних захтева везаних за организацију и функцију надзорника јесте да надзорници не обављају само документарну контролу, већ и да спроводе инспекцијски надзор. Запослени у регулаторним агенцијама, попут Комисије за хартије од вредности, требало би да су у сталном односу са управом трговаца, како би имали увид у њихово пословање.

Кључне речи: *финансијска тржишта, брокерско-дилерско друштво, овлашћена банка,*

Базелски споразуми, изложеност ризику, ликвидност, примереност

капитала, управљање ризицима, тржишна дисциплина

Научна област: *Пословноправна*

Ужа научна област: *Берзанско и банкарско право*

УДК број: 336.763

THE LEGAL REGIME OF LIMITATION OF RISK IN BUSINESS OF SECURITIES DEALERS

Abstract

In the first chapter Introduction the author will show the object of dissertation The legal regime of limitation of risk in business of securities dealers. The subject of dissertation refer on fundamental goals of financial regulation, with special focus on operations of broker-dealer firms and authorized banks, and their special regulatory regime, eg set of measures and instruments which is an indirectly and directly regulate, control their operations.

The second chapter will refer on financial markets and financial institutions, which have central role in the modern economies. The level of regulation and control of financial flows on the capital market and activity of financial institutions, differs from one country to another, because of specific economic, political, historical and cultural conditions of a country.

In the third chapter will be cover the main participants on the capital market – broker-dealer firm and authorized bank. The broker-dealer firm is investment company which means any legal person whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities on a professional basis. The authorized bank is investment company which representing the organizational unit of credit institution whose ordinary business is to provide the investment services to client.

The following chapter will show the historical review of the institution of limitation of risk in business of securities dealers. It point to development of this institution on the international level, that started in the mid-seventies of the twentieth century with collapse of banking system. This has initiated the establishment of Basel Committee of Banking Supervision, which until now adopted several accords. This accords have been implemented in the Capital Adequacy Directive in the EU, thus become binding for all Member States in

the EU. Ultimately, will show the application and implementation this rules in the national legislation.

The next chapter is completely dedicated to the main goals of business regulation of securities dealers, which is reflected in the creation of the possibility of the existence and maintain a stable financial system, that based on the fair and safe operations of securities dealers, and achieving adequate protection to other participants on financial market. The securities dealers are obliged to operate fairly and honestly, so as not to damage its economic collapse of their clients and possibly caused a disruption in the financial markets. Securities dealers are required to operate in accordance with the standards of good professionals, to avoid a conflict of their interests with the interests of their clients. From them are expected to have an honest relationship with their clients, to take action only in their favor, even if they are contrary to their interests.

The sixth chepter will examine the risk exposure of securities dealers. Risk exposure related to the possibility that dealers become unable to meet obligations to creditors, because unable to meet claims against its debtors. Therefore, the dealers forbidden to exhibit excessive exposure to a single debtor or a small number of related borrowers. They are an obligation of calculating limits of exposure to a single person or group of connected persons.

The next chapter deals with the capital and required reserves which securities dealers must possess. The broker-dealer firm and authorized bank must have general and special reserves. While the general reserves cover losses that may arise for any reason in their business, special reserve cover losses in certain transactions in securities. Securities dealers are required to create special reserves and to express a special account within liabilities. Latest revision of Basel Accord introduced additional levels of capital as countercyclical capital and capital conservation buffer.

The following chapter deals with the liquidity of securities dealers. Liquidity is a state in the property of dealers in which they have sufficient funds at any time to comply in a timely manner due monetary obligations. Securities traders are required to manage liquidity, plan inflows and outflows of funds and to monitor dayli liquidity.

The ninth chapter is devoted to capital adequacy. Adequacy, respectively appropriateness of the capital, is the ratio of net capital value of securities dealers to the risk of the business. Risks of the securities dealers may include: credit, operational, trade (commodity, currency,

interest rate risk, etc.). Capital of a broker-dealer firm or an authorized bank is adequate to risk exposure in the trading of securities if amounts to eight percent of the total exposure in a given period.

The tenth chapter will be dedicated to the methodology for measuring and managing risk. Effective risk management involves a developed system of internal control, the extent of control and supervisors competences, the importance of competent management and good corporate governance. Among the important organizational aspects of the broker-dealer firm and an authorized bank is the risk management department, which usually consists of three levels. At the highest level, formulate risk policy, which is then implemented at lower levels of the risk management and portfolio management. The purpose of risk management is to achieve a balance between risk and return. The modern concept of risk management is the separation of risk assessment in the form of reserves and capital of the broker-dealer firm and an authorized bank.

In the last chapter will examine the implementation of the supervision of securities dealers. Supervision of operations of securities dealers is one of the basic principles of the Basel standards. One of the main requirement relating to the organization and function of supervisors is that supervisors do not perform only a documentary control, but also to carry out the inspection. The staff of regulatory agencies, such as Securities Commission, must have a permanent relationship with the management of dealers to gain insight into their business.

Key words: *financial markets, broker-dealer firm, authorized bank, Basel Accord,*
risk exposure, liquidity, capital adequacy, risk management, market discipline

Academic Field: *Business Law*

Specific Academic Field: *Stock Exchange and Banking Law*

UDC number: 336.763

САДРЖАЈ

РЕЗИМЕ	4
АПСТРАКТ	8
СПИСАК СКРАЋЕНИЦА	17

ДЕО I

УВОД	21
------	----

ДЕО II

СТАТУСНО ПРАВО

Глава 1: ПОЈАМ И ЗНАЧАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА

1.1 Појам и регулација финансијских тржишта	27
1.2 Савремене тенденције финансијских тржишта	31
1.3 Ефикасност финансијских тржишта	34
1.4 Особености регулације тржишта хартија од вредности у Србији	36

Глава 2: УЧЕСНИЦИ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ

2.1 Појам и врсте трговаца хартијама од вредности	39
2.2 Брокерско-дилерско друштво	41
2.3 Овлашћена банка	43

2.4 Пословање (делатност) трговаца хартијама од вредности	45
Глава 3: ИСТОРИЈСКОПРАВНИ РАЗВОЈ ОГРАНИЧЕНОСТИ РИЗИКА У ПОСЛОВАЊУ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ	
3.1 Међународни стандарди: Од настанка Базелског комитета до данас	53
3.1.1 Базелски споразум о капиталу – Базел I	55
3.1.2 Базелски споразум II	60
3.1.3 Базел III	63
3.2 Друге значајне међународне финансијске институције	68
3.2.1 Форум за финансијску стабилност	68
3.2.2 Група 30 – финансијски извештаји	69
3.2.3 Група за финансијски надзор ЕУ – Де Ларозијерова група	69
3.2.4 Међународна организација комисија за хартије од вредности	70
3.3 Домаћа регулатива: супсидијарни извори банкарског права	71

ДЕО III

ПОСЛОВАЊЕ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

Глава 4: ПОЈАМ ПОСЛОВАЊА ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

4.1 Појам ризика у пословању инвестиционих друштава	74
4.2 Узроци настанка ризика у пословању инвестиционих друштава	77
4.3 Проблем сукоба интереса између инвестиционог друштва и клијената	79
4.4 Разлози настајања сукоба интереса	82

Глава 5: ИЗЛОЖЕНОСТ РИЗИКУ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

5.1 Изложеност ризику	85
5.2 Границе изложености ризику	87
5.3 Управљање изложеношћу ризицима	93
5.3.1 Базе података	93
5.3.2 Само-процењивање изложености ризицима	94
5.3.3 Кључни показатељи ризика	94

Глава 6: КАПИТАЛ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

6.1 Основни капитал трговаца хартијама од вредности	96
6.2 Обавезне резерве капитала	99
6.3 Контрациклични ублаживач капитала	102
6.4 Ублаживач конзервације капитала	106

Глава 7: ЛИКВИДНОСТ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

7.1 Ризик ликвидности	110
7.2 Регулисање проблема ликвидности на међународном нивоу	112
7.3 Показатељ покрића ликвидности	114
7.4 Показатељ нето стабилног финансирања	120
7.5 Стратегије управљања ризиком ликвидности у Србији	126
7.5.1 Управљање ликвидношћу банака	127
7.5.2 Управљање ликвидношћу брокерско-дилерских друштава	132

Глава 8: ПРИМЕРЕНОСТ (АДЕКВАТНОСТ) КАПИТАЛА

8.1 Појам примерености капитала трговаца хартијама од вредности	137
8.2 Поверилачки (кредитни) ризик	143

8.2.1 Врсте поверилачког ризика	148
8.2.2 Ризик земље	150
8.3 Тржишни ризик	153
8.3.1 Ризик каматне стопе	156
8.3.2 Валутни ризик	159
8.3.3 Робни ризик	162
8.3.4 Ризик промене цене хартија од вредности	163
8.3.5 Остали тржишни ризици	165
8.4 Оперативни ризик	166
8.4.1 Правни (законски) ризик	171
8.4.2 Репутациони ризик	172
8.4.3 Остали нефинансијски ризици	175
Глава 9: МЕТОДОЛОГИЈА МЕРЕЊА И УПРАВЉАЊА РИЗИЦИМА	
9.1 Управљање ризицима инвестиционог друштва	176
9.2 Управљање кредитним ризиком	181
9.2.1 Стандардизован приступ кредитном ризику	183
9.2.2 Приступ заснован на интерним рејтинзима - IRB приступ	187
9.2.3 Методе за мерење и управљање кредитним ризиком	194
9.2.4 Технике ублажавања изложености кредитном ризику	196
9.3 Управљање тржишним ризиком	203
9.4 Вредност под ризиком (<i>Value at Risk</i>)	204
9.5 Управљање оперативним ризиком	209
9.5.1 Приступ основног индикатора	212

9.5.2 Стандардизован приступ	213
9.5.3 Приступ напредног мерења	215

ДЕО IV

НАДЗОР И ТРЖИШНА ДИСЦИПЛИНА

Глава 10: СПРОВОЂЕЊЕ НАДЗОРА НАД ПОСЛОВАЊЕМ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

10.1 Значај надзора	218
10.2 Системски ризик	222
10.3 Институције за спровођење надзора у ЕУ	227
10.3.1 Европски одбор за системски ризик	229
10.3.2 Европски систем за финансијски надзор	231
10.4 Спровођење надзора на тржишту капитала Србије	234
10.5 Тржишна дисциплина	239

ДЕО V

ЗАКЉУЧАК	244
----------	-----

ЛИТЕРАТУРА	251
------------	-----

БИОГРАФИЈА АУТОРА	274
-------------------	-----

СПИСАК СКРАЋЕНИЦА

ALM – Asset – liability management, Управљање активом и пасивом

AMA – Advanced measurement approach, Приступ напредног мерења оперативног ризика

ASA – Alternative standardized approach, Алтернативни стандардизован приступ оперативног ризика

ASF Factor – Available Stable Funding Factor, Фактор расположивог стабилног финансирања

ACI – Financial Markets Association, Удружење финансијских тржишта

BIA – Basic Indicator Approach, Приступ основног индикатора

BIS – Bank for International Settlements, Банка за међународна поравнања

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision, Базелски комитет за надгледање банака

BCP – Business Continuity Plan, План континуитета пословања

VAR – Value at Risk, Вредност под ризиком

G-SIB – Global Systemically Important Banks, Глобално системски значајне банке

G-SIFI – Global Systemically Important Financial Institutions, Глобално системски значајне финансијске институције

DRP – Disaster Recovery Plan, План опоравка активности у случају катастрофа

EAD – Exposure at default, Величина изложености при неизвршењу обавезе дужника

EBA – European Banking Authority, Европска управа за банкарство

EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority, Европска управа за осигурање и пензијске фондове

EL – Expected losses, Очекивани губици

ESA – European Supervisory Authorities, Европска управа за надзор

ESMA – European Securities and Markets Authority, Европска управа за хартије од вредности и тржишта

ESRB – European Systemic Risk Board, Европски одбор за системски ризик

ESFS – European System of Financial Supervisors, Европски систем за финансијски надзор

EU – European Union, Европска унија

ECAIs – External Credit Assessment Institutions, Екстерне кредитне рејтинг агенције

ЗОО – Закон о облигационим односима из 1978. године

ЗТК – Закон о тржишту капитала из 2011. године

IOSCO – International Organization of Securities Commissions, Међународна организација комисија за хартије од вредности

IRB – Internal Ratings Based Approach, Приступ заснован на интерним рејтинзима

JCESA – Joint Committee of the European Supervisory Authorities, Заједнички комитет европских надзорних управа

Комисија – Комисија за хартије од вредности Републике Србије

KRI – Key Risk Indicators, Кључни показатељи ризика

LGD – Loss given default, Величина могућег губитка

LTCM – Long-Term Capital Management, хед фонд у САД-у

LCR – Liquidity Coverage Ratio, Показатељ покрића ликвидности

M – Maturity, рочност

MiFID – Markets in Financial Instrument Directive, Директива о тржиштима финансијских инструмената

MMF – Међународни монетарни фонд

MTP – Multilateral Trading Platform, Мултилатерална трговачка платформа

NSFR – Net Stable Funding Ratio, Показатељ нето стабилног финансирања

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, Организација за економску сарадњу и развој

OTC – Over the counter market, Шалтерско тржиште

PD – Probability of default, Вероватноћа неизвршења обавезе дужника

ROA – Return on assets, Приноси на активу

ROE – Return on equity, Приноси на капитал

RSF Factor – Required Stable Funding Factor, Фактор потребног стабилног финансирања

RWA – Risk Weight Approach, Актива пондерисана ризиком

SA – Standardized Approach, Стандардизован приступ оперативног ризика

SEC – Securities and Exchange Commission, Комисија за хартије од вредности и берзе САД-а

SREP – Supervisory Review and Evaluation Process, Процес надзора и евалуације

SRO – Self Regulation Organization, Саморегулаторна организација САД-а

UL – Unexpected losses, Неочекивани губици

ULC – Undrawn Credit Lines, Неповучени део кредитне линије

FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation, Федерална корпорација за осигурање депозита

FED – Federal Reserve System, Централна банка САД-а

FSA – Financial Service Authority, Управа за финансијске услуге Велике Британије

FSF – Financial Stability Forum, Форум за финансијску стабилност

CAD – Capital Adequacy Directive, Директива о адекватности капитала

CAR – Capital Adequacy Ratio, Показатељ адекватности капитала

CEBS – Committee of European Banking Supervisors, Европски комитет за надгледање банака

CEIOPS – Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors, Европски комитет надзорника за осигурање и пензије

CESR – Committee of European Securities Regulators, Европски комитет за регулисање хартија од вредности

COSO – Committee of Sponsoring Organizations, Комитет за спонзорисање организација

CCF – Credit Conversion Factors, Фактори кредитне конверзије

ДЕО I

УВОД

Предмет рада представља истраживање правног режима, садржаја и правних последица ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности. Истраживање ће се односити на нормативне оквире и услове пословања трговаца вредносницама, као значајних учесника на тржишту капитала, у условима све веће глобализације финансијских токова и интегрисаности светске привреде.

Последњих година ограничењу ризика у пословању трговаца хартијама од вредности придаје се све већи значај у науци, како правној, тако и економској. Избијањем светске економске кризе 2008. године отворена су многобројна питања о узроцима кризе и регулисању пословања учесника финансијских тржишта. Током осамдесетих година 20. века, продором теорије либералне економије започела је фаза дерегулације финансијских тржишта, чије је оправдање објашњено потребом да финансијски субјекти, инструменти и процедуре, које су производ савременог информационог развоја, буду ослобођени регулаторних ограничења, у циљу унапређења алокативне функције финансијског тржишта.¹ Последица дерегулације огледала се у готово никаквој регулисаности и контроли финансијских тржишта. То је омогућило финансијским субјектима, а посебно банкама да несавесно послују, да се претерано излажу ризицима, да стварају велике губитке, што је неминовно довело до настанка економске кризе.

Ради лакшег разумевања и откривања финансијских криза и узрока дестабилизације финансијског система, потребно је указати и на Аристотелово схватање економског живота, у којем се спомиње новац као заједничко мерило вредности, који је постао циљ трговања. Развија се вештачко привређивање, коме није циљ задовољавање непосредних потреба, већ што веће стицање новца, а кад стицање новца постане циљ самом себи, настаје незасита потреба за богаћењем.² Поменути Аристотелов став о новцу говори о непроменљивој и негативној особини људи, која и сада у 21. веку долази још више до изражаја. У питању је једно од горућих етичких проблема, како у

¹ Б. Васиљевић, М. Делић, "Регулација финансијског тржишта", *Право и привреда*, бр.5-8/2009, 471.

² В. Врачарић, "Развој и стабилизација финансијског система", *Право и привреда*, бр.5-8/2009, 607.

друштву, тако и на финансијским тржиштима, те стога регулаторни органи настоје да их контролишу и усмеравају.³

У развијеним тржишним економијама протеклих година спроводе се снажни трансформациони процеси на финансијском тржишту. Покретачки фактор ових процеса јесте дерегулација финансијских тржишта, повећање конкурентности на тржишту, глобализација и интеграција финансијских тржишта уз сталан развој информационе технологије и интернета.⁴ За даљи развој финансијског тржишта није довољно само дејство економских закона понуде и тражње, већ је неопходан сложен систем регулативне инфраструктуре, постојани закони и правила, поштовање етичког кодекса у вођењу пословања на тржишту, уз спровођење одговарајућег надзора над пословањем учесника на тржишту.

Глобализација пословања учесника на финансијским тржиштима креира један нови тренд, а то је приближавање, али и истовремено мењање досадашње поделе регулативе. Рад на креирању нове глобалне финансијске регулативе значи стварање нових додирних тачака и брисање јасних граница између националних правних кругова.⁵ Као пример тренда финансијске глобализације (дерегулације, либерализације, иновације) треба навести и развој система “банкарства у сенци” (“*shadow banking*”),⁶ који укључује инвестиционе банке, хеџ фондове и друге финансијске посреднике, са слабом или готово никаквом регулативом, што је такође допринело актуелној финансијској кризи. Битно је познавати и пратити поменуте тенденције у развијеним земљама и у међународном финансијском систему, у процесу либерализације и развоја финансијског тржишта у Србији, како би национални органи могли благовремено да

³ *Ibid.*

⁴ М. Јанковић, “Тржиште хартија од вредности и правна сигурност”, *Право и привреда*, бр.5-8/2006, 872.

⁵ С. Бунчић, “Финансијска регулатива као реакција на тренутну финансијску кризу”, *Право и привреда*, бр.4-6/2010, 293. У теорији постоје и другачија схватања. Према Огњановићу, глобализација као једно од обележја светске економије и финансија, снажно утиче и на филозофију и на конфигурацију светског тржишта капитала. Искуство младих тржишта капитала у региону, односно тржишта земаља у транзицији, показује да су више преферирали стабилност, а мање конкурентност тржишта. Приде, ни хармонизација коју промовише Међународна организација комисија за хартије од вредности (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) и директиве ЕУ за регулисање тржишта хартија од вредности, не дају очекиване резултате. Доласком светске економске кризе, дошло је и до усвајања протекционистичких мера. У таквим ситуацијама, земљама у транзицији није преостало ништа друго до враћање сопственим ресурсима и стварањем тржишта капитала према сопственим интересима и интересима својих главних спољнотрговинских партнера. В. Огњановић, “Глобализација, интеграције и тржишта капитала”, *Право и привреда*, бр.5-8/2009, 502-510.

⁶ Више о томе видети: R. Kulms, “Shadow banks between innovation and regulation”, *Право и привреда*, бр.4-6/2011, 533-552.

предузму одговарајуће мере у циљу обезбеђивања стабилности и ефикасности домаћег финансијског тржишта.⁷

Законодавац и јавна управа треба да осете реалне потребе тржишта капитала, као и његових учесника, и тиме допринесу хармонизацији финансијског система, у супротном могу изазвати његову неравнотежу. Сврха је да право буде рефлексивно, односно да надлежни органи у поступку доношења правних норми воде рачуна и о њиховој примени и подстицајима, како би се омогућило учесницима финансијског тржишта да своје интересе ускладе са јавним интересом.⁸

Глобално посматрано, један од основних циљева државне регулативе на финансијским тржиштима, а тиме и на тржишту капитала јесте одржавање финансијске стабилности, с обзиром да би у недостатку правне регулисаности финансијски систем могао бити склон повременим нестабилностима.⁹ Још један од разлога правне регулације је и пружање одговарајуће заштите улагачима од превара и ширења непроверених информација, као и оних којима се могу навести на погрешне закључке.

Имајући у виду последице глобализације на мобилност финансијског капитала, правила којима се регулише пословање трговаца хартијама од вредности, као и спровођење надзора над њима, све више се доносе на међународном нивоу. Најзначајнија су правила које доноси Међународна организација комисија за хартије од вредности, као и Базелски комитет за надзор над банкама, чија су правила унесена у директиве Европске уније о примерености капитала, чиме су постала обавезујућа за све земље чланице ЕУ. Акценат Базелских споразума је на потпуној регулативи процењивања ризика, методолошког мерења и управљања ризицима, ваљаном надзору у националним оквирима и транспарентности у раду. Базелски стандарди омогућавају сложенији приступ третману ризика, чиме се омогућава квалитетнија контрола и мерење ризика, дефинисање улоге домаћих надзорних тела на пољу примене интерних модела за оцену ризика и повећање транспарентности рада трговаца хартијама од вредности, што је предуслов финансијске стабилности.¹⁰

⁷ В. Врачарић, 614-615.

⁸ Т. Јованић, *Циљеви и облици регулисања пословања банака*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009, 21.

⁹ Н. Тодоровић, “Држава и инвеститори на тржишту капитала”, *Право и привреда*, бр.5-8/2002, 314.

¹⁰ М. Дукић-Мијатовић, “Закон о банкама у светлу имплементације европског законодавства”, *Правни живот*, бр.13/2007, 155.

Ваљана контрола над пословањем трговаца хартијама од вредности има превентивну улогу у виду спречавања активности, које би могле допринети неповерењу у функционисање финансијског тржишта. Превентивна контрола може се остварити кроз неколико форми: издавањем дозволе за рад трговцима вредносница, чиме се спречава улазак оних који не испуњавају професионалне стандарде и пословну етику, откривањем пословних података државним регулаторним агенцијама и инвестиционој јавности, као и ограничењима у пословању трговаца.¹¹

Циљ научног истраживања је да прикаже како примена наведених међународних стандарда доприноси повећању стабилности и сигурности финансијског система, и то кроз ефикасније управљање капиталом трговаца хартијама од вредности, контролу ризика са којима се трговци сусрећу у пословању, као и повећањем транспарентности пословања трговаца у контексту одговорнијег спровођења надзора и обавезног објављивања пословних података.

С тим у вези, основна хипотеза која прожима ово истраживање је да правни режим Базелских стандарда, а пре свега Базел III стандарда, на лош и недоследан начин уведен у наш правни систем. Са једне стране, поменути стандарди су махом прихваћени у банкарском праву и примењују се на овлашћене банке, док са друге стране, Базелски стандарди и директиве ЕУ су само у обрисима прихваћени за брокерско-дилерска друштва. Стога је потребно уредити ову веома значајну област на свеобухватан и систематизован начин у домаћем правном поретку. Базел III стандарди нису само директан одговор на финансијску кризу која је погодила свет 2008. године, већ и континуирани напор Базелског комитета да ојача регулаторни оквир за банке, инвестициона друштва и остале финансијске субјекте, као и унапређење управљања ризицима у њима. Стога Базел III представља фундаментално јачање, у неким случајевима радикални ремонт глобалних капиталних стандарда. Јачањем квалитета капитала, Базел III стандарди доприносе суштинском унапређењу капацитета инвестиционих друштава за покриће губитака.

Из наведеног произлази потреба о усклађености домаћих правила о примерености (адекватности) капитала трговаца хартијама од вредности са директивама ЕУ. Тиме се намеће потреба изучавања неколико важних питања у даљем раду. Неопходно је

¹¹ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, *Финансијска тржишта*, Комисија за хартије од вредности, Београд 2008, 23.

теоријски одредити појам ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности. Сви субјекти финансијског сектора, а самим тим и трговци вредносницама, морају поседовати капитал који им је потребан за пословање и за покриће ризика са којим се сусрећу у пословању. Износ капитала мора бити примерен карактеристикама датог инвестиционог друштва (у зависности да ли је у питању брокерско-дилерско друштво или овлашћена банка). Међутим, процена примереног капитала од стране управе и акционара инвестиционог друштва може се разликовати од процене надзорних органа. Стога је потребно да надлежни органи приликом процењивања ефикасности режима примерености капитала разматрају неколико показатеља: да ли инвестиционо друштво има усвојене политике и процедуре за управљање ризицима, да ли управа друштва на одговарајући начин управља ризицима у пословању и да ли су тиме створени предуслови за прераспodelу ризика?

Да би се сачувао и одржао примерен капитал, потребно је увести сразмерна ограничења на дискреционе расподеле добити члановима управе, укључујући исплату дивиденди и варијабилних примања. У циљу очувања траженог нивоa капитала, инвестициона друштва су дужна да усвоје веродостојну стратегију и план за очување капитала у којем се наводе начини на који ће се примењивати ограничења расподеле, као и друге мере које друштво намерава да предузме како би обезбедило примереност капитала.

Актуелна финансијска криза указала је да је потребно више капитала у финансијском сектору. Базел III стандарди и директиве ЕУ намећу веће капиталне захтеве, укључујући и заштитне слојеве капитала, који ће се користити у временима стреса. Али то није довољно, те се по први пут уводе стандарди ликвидности. У даљем истраживању указаћемо на значај стандарда ликвидности на пословање трговаца хартијама од вредности, као и на неконзистентна решења у домаћем законодавству. Трговци вредносницама треба да имају заштитни слој ликвидне имовине коју могу искористити за покривање губитака у периодима краткорочног ликвидносног стреса. Како није могуће унапред предвидети која и колика имовина ће бити изложена стресним ситуацијама, прикладно је одржавати диверзификовани и висококвалитетни заштитни слој ликвидности који се састоји од различитих категорија ликвидности.

Анализа ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности у овом раду се заснива на упоредноправном приступу. У том смислу биће исцрпно приказана

решења која је усвојио Базелски комитет за надзор над банкама, а која су унета у директиве ЕУ о примерености капитала. Напоследку, поменута решења ће се поредити са правним режимом пословања трговаца вредносницама у домаћем праву. У том погледу одређене потешкоће представља чињеница да се посматрана упоредноправна решења у значајној мери разликују у односу на право Србије. Осим истицања различитости упоредноправних решења наспрам домаћих, у раду ће се инсистирати и на уочавању сличности бројних појединачних решења, а пре свега правних последица које она производе. Упоредноправна анализа ће омогућити да се многобројна решења и институти ограничења ризика у пословању трговаца вредносницама критички истраже из угла домаћег права, да би се утврдило место домаћих решења у упоредном праву и испитала логика важећих правила у односу на циљеве које она треба да остваре.¹²

На крају, научно истраживање треба да допринесе ваљаном регулисању тржишта капитала у Србији, што је једна од обавеза Србије, као земље кандидата за чланство у Европској унији. Домаћи законодавац нити има потребна средства, нити довољно времена за креирање потпуно јединствених решења, заснованих искључиво на потребама домаће правне праксе и недовољно богате правне традиције у овој области. Управо је то разлог што се правна правила ограничености ризика у пословању трговаца хартијама од вредности преузимају из упоредног права. Циљ истраживања је да уочи правне транспланте и да објасни разлоге њиховог постојања у упоредноправном систему, како би се на основу тога оправдала сврсисходност предложених правила у домаћем праву.

¹² М. Радовић, *Банкарски посао депозита хартија од вредности*, докторска дисертација, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2011, 3.

ДЕО II

СТАТУСНО ПРАВО

Глава 1.

ПОЈАМ И ЗНАЧАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА

1.1 Појам и регулација финансијских тржишта

Под тржиштем се подразумева скуп друштвених односа којима се врши реинтегрисање привредног живота, место на којем се “полаже испит” и добија признање или казна за одлуке и активности које су предузете у самосталним процесима привредне делатности. Премда настанак тржишта истовремено представља и потврду стања људске отуђености, оно је објективно напредак у односу на претходно, у којем је колективитет имао апсолутну превласт над појединцем, а односи непосредне доминације и физичког угњетавања слабијих били стандард друштвеног саобраћаја. Стога су право и тржиште у истој мери повезане појаве као што су то право и држава.¹³

Финансијско тржиште представља однос понуде и потражње за финансијском активом, независно од начина његове институционалне организације. У питању је место на коме се траже односно нуде финансијска средства и где се у зависности од понуде и потражње формира цена тих средстава.¹⁴ Финансијско тржиште изражава одређену финансијску инфраструктуру многобројних специјализованих тржишта и скуп установа, инструмената и механизма помоћу којих се стално трансформишу облици финансијске имовине великог броја учесника и финансијских односа између њих. Финансијска тржишта се разликују међу земљама, што је условљено историјским развојем тржишта, ликвидношћу финансијског сектора и конкурентним односима.¹⁵

¹³ С. Табороши, *Економско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009, 201-202.

¹⁴ Ж. Ристић, *Тржиште капитала – теорија и пракса*, Привредни преглед, Београд 1990, 17.

¹⁵ Т. Јованић, 28.

Финансијска тржишта представљају најважнији, али истовремено и најосетљивији сегмент економског система поједине земље. Она представљају један од основних постулата тржишне привреде, с обзиром да омогућују повезивање понуде и тражње за разним облицима финансијске активе, као и алокацију финансијских средстава, тј. од учесника који у датом тренутку располажу вишковима средстава, ка оним учесницима којима су у датом моменту та средства неопходна. Финансијска тржишта омогућују оптимално коришћење друштвених средстава домаће економије, привредни развој, мобилност финансијских средстава и капитала између грана, контролу ефикасности пословања учесника, смањење ризика.¹⁶

Основна улога финансијских тржишта је повезивање суфицитарног и дефицитарног сектора. Повезивање се остварује купопродајом финансијских инструмената. Сама купопродаја може бити организована или неорганизована, масовна или појединачна, у зависности од интереса купаца и продаваца.¹⁷

Финансијска тржишта можемо посматрати у ширем и ужем контексту. У ширем значењу, финансијска тржишта представљају збир свих финансијских трансакција и тиме омогућавају како посредно тако и непосредно финансирање. Непосредно финансирање реализује се када припадници суфицитарног сектора непосредно купују финансијске инструмента дефицитарног сектора. То је ситуација када улагачи купују акције и обвезнице привредних друштава, обвезнице државе, града или општине. Процес непосредног финансирања остварује се трговином хартијама од вредности на берзама и ванберзанским тржиштима. Посредно финансирање се остварује када учесници суфицитарног сектора купују финансијске инструменте од финансијских посредника (банака, инвестиционих фондова, пензијских фондова), који затим улажу прикупљена финансијска средства у дефицитарни сектор. У данашње време све је више финансијских посредника који активно учествују на финансијском тржишту, куповином хартија од вредности дефицитарног сектора.¹⁸ У ужем значењу, финансијска тржишта представљају тачно одређено место, на коме се на организован начин, према јасно дефинисаним правилима, сучељава понуда и тражња, за различитим

¹⁶ Б. Борковић, “Развој брокерско-дилерског пословања и појава универзалних банака као активних учесника на финансијском тржишту”, *Зборник радова Факултета техничких наука*, Нови Сад, бр. 7/2012, 1333.

¹⁷ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 6.

¹⁸ *Ibid.*, 7.

облицима финансијске активе и финансијских инструмената.¹⁹ У ужем значењу ова тржишта се изједначавају са берзама и ванберзанским тржиштима.

Теоријски приступ функционисања финансијског тржишта, полази од хипотезе да тржиште оптимално остварује алокативну функцију уколико је омогућено слободно деловање економских закона понуде и тражње. Уколико су остварени предуслови слободне конкуренције, у том случају финансијско тржиште је ефикасно, а ресурси се усмеравају ка корисницима који их највише вреднују. У таквој ситуацији, држава не би морала да регулише финансијско тржиште.²⁰

Теорија сматра да су тржишни поремећаји израженији на финансијском тржишту него на другим тржиштима, с обзиром да није испуњен један од основних услова деловања слободне конкуренције, а то је располагање потпуним информацијама.²¹

Основни поремећаји на финансијском тржишту, који се најчешће спомињу као основ државне регулације јесу: постојање екстерних ефеката, асиметричност информација и непотпуно тржиште.

Постојање екстерних ефеката на финансијском тржишту огледа се када трошкови несолвентности финансијских институција превазилазе приватне трошкове власника и носилаца интереса у њој. Несолвентност финансијских институција може изазвати настанак системског ризика, масовно повлачење депозита и из солвентних институција, што може довести до губитка поверења у финансијске институције, као и евентуалног слома појединих сегмената финансијског тржишта. Ове ситуације карактеристичне су не само у случају несолвентности великих банака и брокерско-дилерских друштава, већ и крупних институционалних инвеститора.²² Да би се спречио слом финансијског тржишта, неопходна је интервенција државе у виду осигурања банкарских депозита, фондова инвеститорима у хартије од вредности, улога централне банке као зајмодавца у крајњој инстанци (*lender of last resort*).

Информациона функција финансијског тржишта усмерава ка анализи утицаја екстерних ефеката акције тржишних учесника на финансијску интеграцију. Према Штиглицу, уколико треба да постоје подстицаји да се прикупе информације,

¹⁹ Б. Борковић, 1334.

²⁰ Б. Васиљевић, М. Делић, “Регулација финансијског тржишта”, 467.

²¹ *Ibid.*,

²² *Ibid.*, 468.

финансијска тржишта морају у одређеној мери бити информационо неефикасна, с обзиром да не могу све информације бити пренете од информисаних ка неинформисаним инвеститорима. Према томе, финансијска тржишта, чија је главна улога да стичу и прерађују информације, не само да се вероватно разликују од тржишта конвенционалних роба и услуга, већ се разликују и на начин који имплицира да ће тржишни поремећаји бити нарочито ендемски на финансијским тржиштима.²³

Још један од узрока тржишних поремећаја је постојање асиметричности информација који проистиче из различитог положаја емитената и инвеститора, с обзиром да емитент располаже информацијама које није вољан да подели са инвеститорима. Стога, држава регулише тржиште, обавезивањем финансијских институција и емитената да објављују податке о свом пословању, који могу послужити инвеститорима приликом доношења инвестиционих одлука. Државна регулатива по питању асиметричности информација огледа се у доношењу прописа о спречавању коришћења инсајдерских информација, спречавању тржишних злоупотреба и манипулација.²⁴

Асиметричност информација проузрокује проблеме негативне селекције и моралног хазарда. Негативна селекција се појављује уколико између различитих инвестиционих алтернатива, због недостатка информација или њиховог скупог прикупљања, инвеститор изабере ону која не даје очекивани принос. Слична ситуација је и са трговцем вредносницама, који врши избор између клијената на основу недовољних података о сваком клијенту.²⁵

Непотпуно тржиште постоји када учесници на финансијском тржишту нису заинтересовани за стварање нових финансијских инструмената, који би олакшали алокативну улогу тржишта. Поједини финансијски инструменти немају тржиште, или немају комплетно тржиште, што за последицу има нетранспарентност њихових цена, као и повећани ризик инвестирања. Круцијалан проблем са непотпуним тржиштем јесте у томе што је обезбеђење ликвидности неефикасно. Када је тржиште непотпуно, ликвидност се постиже продајом активе на тржишту. С обзиром да је тржиште

²³ J.E. Stiglitz, "The Role of the State in Financial Markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank 1994, 24.

²⁴ Б. Васиљевић, М. Делић, "Регулација финансијског тржишта", 469.

²⁵ Р. Радосављевић, *Финансијска интеграција Европске уније и њен утицај на финансијско тржиште Србије*, докторска дисертација, Факултет политичких наука, Београд 2013, 53.

некомплетно, цене активе морају бити променљиве, како би обезбедиле ликвидност, мада колебљивост цена активе може довести и до настанка кризе.²⁶ Глобална финансијска криза из 2007. године указала је да велики број финансијских деривата на тржишту хипотекарних кредита није имао одговарајућу информативну транспарентност, тј. био је прикривен ризик инвестирања. Слично је и са хец фондовима који доскора нису имали регулисано тржиште у Европској унији.²⁷ Стога је оправдана државна регулација и други облици интервенције, како би се унапредила алокација ресурса.

Последице тржишних поремећаја на финансијском тржишту могу се отклонити споразумом учесника или државном интервенцијом. У науци постоје различити ставови *pro at contra* државне регулације. Поједини аутори сматрају државну интервенцију нужном и корисном због отклањања поремећаја на финансијском тржишту, очувању поверења учесника у финансијске институције, спречавање монопола итд. Насупрот изнетим аргументима, други аутори сматрају да је тржишно решавање финансијских аномалија сврсисходније од државног, с обзиром да тржиште може самостално да се избори са поремећајима, услед бројности учесника.²⁸

У савременим условима привређивања, финансијско тржиште је неопходно, с обзиром да пословање на њему доноси многобројне погодности, између осталог: омогућава проток новца; олакшава прикупљање вишка капитала и његово финансирање у инвестиционе пројекте; обезбеђује ликвидност, приступачност капитала, очување његове реалне вредности; информише учеснике и јавност о инвестицијама; повезивање националне економије са светским економијама.²⁹

1.2 Савремене тенденције финансијских тржишта

Интернационализација и глобализација финансијских тржишта представљају једну од главних карактеристика савремених финансијских тржишта. Глобализација

²⁶ F. Allen, E. Carletti, "Financial System: shock absorber or amplifier?", *Банкарство*, бр.9-10/2008, 26.

²⁷ Р. Радосављевић, 54.

²⁸ Б. Васиљевић, М. Делић, "Регулација финансијског тржишта", 470.

²⁹ Т. Мрвић, "Одитори-ревизори, рејтинг агенције и заштита инвеститора", *Право и привреда*, бр.5-8/2002, 397.

представља процес интеграције финансијских тржишта националних економија у велико светско – интернационално финансијско тржиште.³⁰ Овом тенденцијом омогућено је привредним субјектима да се окрећу ка међународном финансијском тржишту и потражи за новим изворима финансирања. Тиме се омогућава привредним субјектима прикупљање слободних финансијских средстава, не само у границама домаће економије, већ и широм света, користећи различита правила, пореске олакшице и друге чиниоце који утичу на смањење трошкова.³¹

Савремена финансијска тржишта мењају се драстичном брзином, од наглог развоја и достизања бума, до сломова истих и настанка великих светских криза, узрокованих цикличним и структурним чиниоцима.³² Некадашњи појам интернационализације тржишта, данас је замењен појмом глобализације. Глобализација је заправо процес интернационализације производње у условима високе мобилности капитала и рада којом се превазилазе физичке и географске границе између земаља, тако да светско тржиште и привреда постају отворени простор у којем се одвијају економски токови.³³ Према обиму глобализације, данашња финансијска тржишта превазилазе све гране реалне економије. Главни чиниоци нових тенденција и узроци настанка финансијских криза су вишеструки процеси који се одвијају на светском финансијском тржишту: дерегулација и либерализација финансијског сектора, институционалне промене, диверсификација, секјуритизација, концентрација и централизација капитала, финансијски деривати,³⁴ развој информационе технологије,³⁵ појава системског ризика, управљање ризицима.³⁶

³⁰ Међународно финансијско тржиште на којем се формира понуда и потражња капитала из различитих земаља света, двоструко је значајно за сваку земљу. Оно пре свега одређује атрактивне земље у које се улива страни капитал, најчешће у циљу инвестирања, али и одређује висину каматних стопа на позајмљени капитал у виду кредита и зајмова. Њихове последице осећају и неразвијене земље, чије су економије у фази постизања нивоа који би их сврстао у категорију земаља у развоју. Е. Вукадин, *Економска политика*, Досије, Београд 2007, 32.

³¹ Д. Ерић, *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја штампа, Београд 2003, 105.

³² Интересантан је податак да је у Немачкој у току процеса интеграције и хармонизације прописа измењено око 80% прописа, који се односе на тржиште капитала, док је у Великој Британији тај проценат нешто мањи. Ј. Лабудовић Станковић, “Неке дилеме у вези са новим законом о тржишту капитала”, *Право и привреда*, бр.4-6/2012, 368.

³³ У савременој литератури глобализација се одређује као објективни глобални процес у којем се ствара густа мрежа повезаности, међузависности све ширег круга друштава, чиме се шири круг делатности које постају интернационалне, којима се не може управљати искључиво унутар државних граница. Е. Вукадин, 203.

³⁴ Нагли раст пословања финансијским дериватима забележен је последњих година. Укупан обим пословања с финансијским дериватима износио је 2002. године 106 билиона долара, а 2008. године, петоструко више, 531 билион долара. Нагли пораст пословања дериватима забринуо је финансијске експерте, што се испоставило оправданим, колапсом великих финансијских институција попут банке

Растућа интеграција глобалне економије током последњих двадесетак година, махом се подударала са успоном англосаксонског типа капитализма, предвођеног идејом либералног и неконтролисаног тржишта и САД као главним предводником дерегулације економских, односно финансијских структура.³⁷

Савремени трендови дерегулације, интернационализације, финансијске либерализације у пословању финансијских субјеката, таласи поремећаја који су задесили далекоисточне земље крајем деведесетих година 20. века, као и актуелна финансијска криза представљају јасне знаке високих социјалних и економских трошкова, који настају због поремећаја у финансијским системима.³⁸

Као одговор на постојећу финансијску кризу, креиране су многобројне теорије које нуде потенцијална решења за излазак из кризе. Споменућемо само неке од теоријских приступа. Први приступ је попуњавање празнина у регулативи на међународном нивоу. Представници овог приступа истичу да су финансијска тржишта склона сломовима, који могу бити узроковани разним чиниоцима, од неадекватне регулативе до пропуста надзорних органа. Заступници следећег приступа сматрају да је неопходна реформа међународне финансијске контроле и да није довољно само поштрити важеће прописе, већ је потребно истински реформисати регулативу.³⁹ Представници наредног приступа решење кризе виде у контроли прекограничног капитала. Свој став бране чињеницом да је актуелна криза узрокована делом и претераном мобилношћу капитала, нарочито у САД. Насупрот њима, одређена група аутора пружа отпор новој регулативи финансијског тржишта, заступајући став да државни регулаторни органи никада не располажу одговарајућим информацијама, да би били у приправности за наредну кризу. И на крају, одређени аутори се залажу за децентрализацију

Lehman Brothers и осигуравајуће куће AIG, које су трговале дериватима. Г. Квргић, С. Виларет, Т. Вујовић, "Светска финансијска криза и утицај на финансијски систем Србије", *Финансије*, бр.1-6/2009, 131.

³⁵ Информационе технологије су одувек имале значајан утицај на финансијска тржишта. Увођење нових технологија некада је имало неочекиване ефекте на структуру финансијских тржишта. Као пример се наводи увођење телеграфа на Њујоршкој и Филадельфијској берзи. Још један историјски пример је велики бум који је остварила Лондонска ефектна берза, када је трговање на паркету (*floor trading*) замењено електронским таблама, чиме је повећана транспарентност и ликвидност тржишта. Д. Једнак, Економски ефекти примене информационих технологија на финансијска тржишта и институције, <http://www.vps.ns.ac.rs>, 19. Март 2014, 60.

³⁶ М. Јанковић, "Финансијска тржишта и правна одговорност", *Право и привреда*, бр.4-6/2010, 267-273.

³⁷ В. Огњановић, 503.

³⁸ В. Тодоровић, "Алтернативни регулаторни приступи управљању банкарским кризама", *Економски хоризонти*, бр.3/2013, 214.

³⁹ С. Бунчић, 293.

међународног регулисања финансијских тржишта, у циљу прихватања различитости свих учесника на тржишту.⁴⁰

Након првог таласа финансијске кризе, која је задесила свет 2008. године, многе земље су започеле законодавне реформе у циљу напуштања до тада преовладајућег принципа дерегулације. Становиште да тржиште треба да почива на сопственим законитостима бива напуштено, спровођењем правних реформи. Данас је евидентно да је степен регулације значајно повећан. Један од основних циљева реформи било је успостављање нових регулаторних органа и пренос надзорних активности на постојеће тржишне регулаторе. Један од услова који се ставља тржишним регулаторима је да буду независни у свом раду и да обезбеде правично, ефикасно и транспарентно функционисање финансијског тржишта. Одговарајући ниво независности регулатора може се постићи спречавањем било каквих спољних притисака, укључујући интересе политичких центара власти и лобирање.⁴¹

1.3 Ефикасност финансијских тржишта

Теорија финансијских тржишта полази од претпоставке да цене хартија од вредности одражавају све доступне информације. На основу информација о глобалним политичким и економским кретањима, домаћим политичким збивањима, макроекономској политици, привредним кретањима, персективе привредних грана, јавних извештаја инвестиционих друштава, угледа њихових управитеља и других радњи које утичу на стварање поверења инвеститора, тржиште формира цену хартија од вредности на нивоу који представља њихову реалну вредност.⁴²

Ефикасност финансијских тржишта подразумева да цене финансијских инструмената осликавају минимум јавно доступних информација, а вероватно и осталих информација које аналитичари могу открити. Ефикасно финансијско тржиште има велики број успешних, добро информисаних учесника, чији је главни циљ

⁴⁰ *Ibid.*, 294.

⁴¹ З. Ћировић, Л. Јанковић, "The role of financial regulators in the context of the global financial crisis", *Економске теме*, бр.4/2013, 633.

⁴² М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 27.

максимизирање профита. Међутим, нису сви учесници подједнако успешни,⁴³ упркос доброј информисаности, развијеном информационом систему, услед деловања различитих фактора који могу утицати на будућу куповину вредносница.⁴⁴

Хипотеза о ефикасности тржишта указује на неколико чиниоца: да цене одражавају све релевантне информације; да су мале могућности за остваривање екстра профита на ефикасном тржишту на краatak рок услед наглог реаговања цена на информације; да цене финансијских инструмената имају карактер случајности, с обзиром да се не зна какве ће се све информације појавити у будућности. Такво кретање цена често се назива случајно кретање или насумичан ход (*“random walk”*), што указује на висок степен ризика у њиховом кретању.⁴⁵ Појава нове информације је битан елемент који утиче на промену цена финансијских инструмената, при чему таква информација мора бити нова, случајна и непредвидљива. Како цене реагују на изненађења коју су непредвидљива, а тржиште реагује на непредвидљиве догађаје, цене хартија од вредности се померају нагло, попут насумичног хода.⁴⁶

Анализе су изнедриле још један парадокс: што се више истражује и што се више области истражује, долази се до нових сазнања о ефикасном деловању финансијског тржишта, али само истраживање постаје све мање корисно за доношење пословних одлука. Инвеститорима који прихвате овај став, препорука је да диверсификују свој портфолио вредносница, како би ризик постао прихватљиво низак, уз истовремено постојање могућности зараде.⁴⁷

У зависности од врсте информација на које реагују цене, може се говорити о три форме ефикасности тржишта: слаба (*weak form*), полујака (*semi-strong form*) и јака форма ефикасности (*strong form*). Поменуто поделу ефикасности финансијских

⁴³ Према студији Алфреда Каулиза у којој је испитано пословање брокера према критеријуму годишњег повраћаја у доларима у односу на укупан инвестиран износ, утврђено је да избор акција од стране брокера није био успешнији од насумично изабраног портфолија акција, што је послужило за формулисање теорије пикада: “можете бацити стрелицу на Вол Стрит Џорнал, као један од начина избора акција, или купити на тржишту помало од свих акција. Крајњи резултат неће бити ништа лошији него да сте слушали брокера приликом избора, с тим што бисте у том случају морали да платите провизију брокеру, а исход је исти”. В. Дугалић, М. Штимац, *Основе берзанског пословања*, Стубови културе, Београд 2011, 184.

⁴⁴ *Ibid.*, 183.

⁴⁵ Д. Ерић, 153.

⁴⁶ В. Дугалић, М. Штимац, 186.

⁴⁷ *Ibid.*, 184.

тржишта, а пре свега тржишта капитала, први је дефинисао Хари Робертс, 1967. године.⁴⁸

1.4 Особености регулације тржишта хартија од вредности у Србији

За трговце хартијама од вредности најзначајнија је подела тржишта према року доспелости финансијских инструмената на: тржиште новца (краткорочно тржиште) и тржиште хартија од вредности (дугорочно тржиште).⁴⁹ На тржишту новца тргује се краткорочним облицима финансијске активе, односно жиралним новцем и хартијама од вредности са роком доспелости до годину дана. На тржишту капитала тргује се финансијским инструментима са роком доспелости дужим од годину дана. На тржишту се примарно сучељава понуда и тражња за дугорочним хартијама од вредности,⁵⁰ акцијама и обвезницама.⁵¹

На тржишту хартија од вредности, купују се и продају вредносни папири (вредноснице), као посебна врста робе, уз истовремено професионално пружање услуга у вези са том купопродајом (нпр. комисион, посредовање, заступање, саветовање, чување и управљање).⁵²

Већа употребљивост и значај тржишта хартија од вредности у једној земљи зависи од нивоа развијености хартија од вредности, с обзиром да се тиме омогућава имаоцима

⁴⁸ Д. Ерић, 153.

⁴⁹ Осим наведене поделе, постоје и друге поделе финансијских тржишта: примарна и секундарна; организована и стихијска (неорганизована); аукциона, посредничка и преко шалтера; девизно тржиште. Према месту финансијске трансакције постоје локална, национална и међународна тржишта. Према доспелости обавеза: промптна и терминска тржишта. Више о томе видети: Т. Јованић, 29-31, Н. Орлић, “Ризик банака у условима светске економске кризе”, *Правно-Економски погледи*, бр.1/2010, 3, 3. Тасић, “Карактеристична обележја и значај финансијског тржишта”, *Правно-Економски погледи*, бр.3/2012, 5-9, Р.Р. Wood, *Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, London 2008, 335.

⁵⁰ Интересантно је споменути да су прва тржишта хартија од вредности настала у средњовековној Италији. Градови-државе Венеција, Верона, Фиренца и Ђенова емитовале су прве дужничке вредноснице и циљу подмирења својих финансијских потреба. Оно што је разликовало ова тржишта вредносница од дотадашњих је што су хартије од вредности биле негоцијабилне, тј. слободно преносиве. Мада су емитоване у малим серијама, ове вредноснице доносиле су каматни принос на годишњем нивоу, о чему сведочи податак да је у периоду од 1262. до 1379. године, Венеција исплаћивала камате у износу од 5% годишње, чиме је утемељено поверење у хартије од вредности и тиме постале занимљиве за трговину широм Медитерана. В. Јовановић, “Историјски аспекти развоја берзе и финансијских тржишта у свету”, *Правно-Економски погледи*, бр.1/2010, 2.

⁵¹ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 323, О. Радоњић, “Тржиште новца и капитала: значај, учесници и инструменти”, *Банкарство*, бр.7-8/2005, 39-44.

⁵² Н. Јовановић, “Заштићени улагач на тржишту вредносних папира”, *Право и привреда*, бр.5-8/2002, 277.

хартија од вредности да пренесу хартије од вредности на друга лица уз одговарајућу накнаду и да тај начин промене облик вредности која је назначена на хартији од вредности. Ниво развијености тржишта хартија од вредности непосредно и у највећој мери утиче на могућност коришћења хартија од вредности у једној земљи. Ипак ваља нагласити да тржиште вредносница код нас није у довољној мери развијено, упркос постојању великог броја хартија од вредности, као и изведених финансијских инструмената.⁵³

На тржишту хартија од вредности организује се промет само оних вредносница чији је промет допуштен, а по правилу то се код нас односи на све вредноснице које су регулисане у позитивном праву. Да би се обављала трговина хартија од вредности на тржишту, неопходно је да су вредноснице издате на законит начин, као и да о издаваоцу тих вредносница и његовом пословању постоји позитивно мишљење овлашћеног ревизора. Не сме се трговати хартијама од вредности оног издаваоца против којег је покренут поступак ликвидације или стечаја.⁵⁴

Услед бројних поремећаја потребна је строга регулатива тржишта вредносница, која се реализује на државном нивоу, али и од стране саморегулаторних организација. Као предмет државне регулације, српско тржиште хартија од вредности карактеришу бројне особености: ниска ликвидност и нестабилност тржишта, високи ризици, слаба потражња и упрошћена структура вредносних папира; мања транспарентност и ефективност тржишта, висок ниво инсајдерских информација, манипулација и шпекулација на тржишту; висока концентрација власништва, тј. блокова акција у рукама малог броја појединаца; неконкурентност; значајно присуство страних инвеститора, без адекватног реципроцитета; неусаглашеност политике и мера различитих државних органа, притисци на Комисију за хартије од вредности.⁵⁵

Као и у другим социјалистичким земљама, тржиште хартија од вредности у Србији је релативно новијег датума, уколико узмемо у обзир да је тек поновним оснивањем Београдске берзе 1990. године омогућена трговина вредносницама.⁵⁶ За тржиште хартија од вредности током деведесетих година, све до доношења низа закона током

⁵³ С. Царић, *Банкарски послови и хартије од вредности*, Центар за привредни консалтинг, Нови Сад 1996, 64.

⁵⁴ *Ibid.*

⁵⁵ М. Јанковић, "Тржиште хартија од вредности и правна сигурност", 877.

⁵⁶ Београдска берза настала је трансформацијом Југословенског тржишта капитала. Берзу су основале 32 највеће банке са простора тадашње Југославије. Више о томе видети: В. Дугалић, М. Штимац, 377.

двехиљадитих година, може се рећи да је било централизовано, односно целокупна трговина вредносницама одвијала се на берзи (“сви на берзу и све на берзу”).⁵⁷

Данас је карактеристично постојање оптималног броја тржишта хартија од вредности. Разлози дисперзије трговине на више тржишта су бројни: успостављање конкурентских берзи (регулисаних тржишта), ванберзанских тржишта (мултилатералне трговачке платформе), систематског посредника (*systematic internaliser*), развој нових технологија, култура неформалног трговања, прекогранична конкуренција.⁵⁸ Један од главних разлога свакако је подстицање тржишне утакмице међу професионалним учесницима, односно трговцима хартијама од вредности, као и између берзи, чиме се тежи укидању монопола, што је један од основних принципа MiFID директиве.⁵⁹

Усвајањем Закона о тржишту капитала 2011. године, напушта се начело концентрације капитала које се до тада односило на дужничке хартије од вредности и подразумевало је да постоји једно место на коме се сучељава понуда и тражња ових хартија. Предвиђено решење омогућава слободну трговину дужничким хартијама од вредности, с обзиром да се може истовремено обављати на регулисаном тржишту, мултилатералној трговачкој платформи, ОТЦ тржишту или купопродајним уговорима, чиме је наш закон хармонизован са директивама ЕУ.⁶⁰

У Србији је данас неопходно наставити са спровођењем активне политике даљег развоја тржишта вредносница, уз пажљиво усавршавање правних прописа, смањење системског ризика, обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта хартија од вредности, у циљу привлачења инвестиција у реални сектор економије.⁶¹

⁵⁷ М. Јекнић, “Правила о трговању хартијама од вредности”, *Право и привреда*, бр.5-8/2000, 507.

⁵⁸ Д. Миловановић, “Отворена питања регулације домаћег финансијског тржишта”, *Право и привреда*, бр.5-8/2007, 943.

⁵⁹ А. Hudson, *Securities Law*, Sweet & Maxwell, London 2008, 50.

⁶⁰ Р. Совиљ, “Приказ закона о тржишту капитала”, *Студентска ревија за привредно право*, бр.2/2010/11, 51.

⁶¹ М. Јанковић, “Тржиште хартија од вредности и правна сигурност”, 879.

Глава 2.

УЧЕСНИЦИ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ

2.1 Појам и врсте трговаца хартијама од вредности

На тржишту хартија од вредности, између емитената вредносница и крајњих инвеститора, појављују се трговци хартијама од вредности као посебна врста учесника на финансијском тржишту. То су лица која се баве трговином као својом основном делатношћу. Економски посматрано, делатност трговаца може бити двострука у зависности од предмета који продаје осталим учесницима. Уколико се трговац бави препродајом хартија од вредности, он настоји да купљене вредноснице скупље прода другим учесницима, зарађујући маржу.⁶² Такав трговац зове се препродавац односно дилер.⁶³ Уколико се трговац бави пружањем услуга (нпр. посредовање, заступање, саветовање) другим учесницима на тржишту, при том наплаћујући накнаду за свој рад, такав трговац зове се заступник, агент односно брокер.⁶⁴ И док су брокери само посредници у трговању, односно купују и продају хартије од вредности у своје име а за рачун клијената, дилери тргују у своје име и за свој рачун.⁶⁵ За пружене услуге брокер наплаћује провизију, док дилер остварује зараду разликом у цени хартија од вредности, и тиме сноси ризик од губитка. Поред ове две главне улоге, трговци хартијама од

⁶² Н. Јовановић, *Емисија вредносних папира*, Грмеч – Привредни преглед, Београд 2001, 71. С. Howard, N. Jonas, "Under Pressure: Basel III's Capital Adequacy Requirements Squeeze Broker-Dealer Returns on Equity, Increase Need for the Imposition of Uniform Fiduciary Duties", *John Marshall Law Journal*, Vol.7, No.1/2014, 106.

⁶³ Ово је најшире распрострањено и најчешће коришћено значење појма дилер које се користи у берзанској терминологији, мада се појам дилера користи за свако лице које купује робу, у циљу продаје крајњим купцима. У домаћој пракси, појам дилер асоцира на деведесете године 20. века, на лица која су се бавила продајом страних валута на црном тржишту. В. Дугалић, М. Штимац, 160., Д. Миловановић, "Регулација брокерскодилерских кућа", *Право и привреда*, бр.5-8/2000, 521.

⁶⁴ И појам брокера има неколико значења. У берзанској терминологији, брокер је име за посредничку кућу која посредује између купаца и продаваца на берзи, уједно, ово је најшире значење појма брокер. У ужем контексту, појам брокера може се користити за продавце некретнина, односно продавце полиса осигурања. В. Дугалић, М. Штимац, 159.

⁶⁵ На међународном нивоу 1955. године основано је Удружење финансијских тржишта (*Financial Markets Association – ACI*), које представља удружење трговаца односно дилера. Удружење доноси стандарде за трговце и банке у контексту: тржишне праксе, понашања на тржишту, ликвидности тржишта коју обезбеђују трговци, нуђење арбитражних услуга у споровима, издавање сертификата за дилере. М. Wiebogen, "The role of dealers in the international financial markets", *Банкарство*, бр.9-10/2007, 26.

вредности могу обављати и послове: покровитеља емисије, портфолио менаџера, тржишног снабдевача, инвестиционог саветника.⁶⁶

Дилерска тржишта доминирају у земљама попут Велике Британије и САД, где постоје моћни институционални инвеститори, док брокерска тржишта постоје у земљама где преовлађују индивидуални инвеститори (нпр. Немачка). Дилерска тржишта носе већу концентрацију ризика, с обзиром да дилери тргују великим блоковима акција, стално котирајући куповну и продајну цену акција. На брокерским тржиштима настоји се обезбедити стабилност цена, тиме што се налаже да сви налози делују међусобно и да се цене одређују налозима клијената. Карактеристично је за земље у транзицији да су оријентисане на брокерска тржишта.⁶⁷

Трговином хартијама од вредности могу се бавити само она лица која испуне законом прописане услове. То су брокерско-дилерско друштво и овлашћена банка. Брокерско-дилерско друштво и овлашћена банка имају кључну улогу на тржишту вредносница, јер на основу свог положаја, доступности информација, квалификација, познавању клијената, ризика и профитабилности, кретањима на тржишту могу омогућити улагачима оптимални избор стратегије улагања.⁶⁸ Да би отпочели са трговином хартијама од вредности, неопходно је да добију дозволу за рад Комисије за хартије од вредности.⁶⁹ Брокерско-дилерском друштву је дозвољено да обавља само делатност трговине хартијама од вредности, док му је забрањено обављање других делатности. Насупрот брокерско-дилерском друштву, овлашћеној банци је дозвољено да поред банкарских послова, обавља и послове везане за тржиште хартија од вредности – брокерске, дилерске и друге изведене послове на тржишту (нпр. послови тржишног снабдевача), као и друге послове неопходне за функционисање тржишта капитала – кастоди и корпоративне послове.⁷⁰ Лице коме Комисија за хартије од вредности није одобрила својство трговца вредносницама, било као брокерско-дилерско друштво, односно овлашћена банка, не сме у свом пословању користити

⁶⁶ З. Малешевић, Отвореност финансијског тржишта Републике Србије за интеграцију са финансијским тржиштима земаља ЕУ, 91, <http://www.vps.ns.ac.rs>, 19.03.2014.

⁶⁷ Н. Тодоровић, “Индивидуални инвеститори на финансијском тржишту”, *Право и привреда*, бр.4-6/2011, 597; G. Ferrarini, “Introduction”, *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (ed. G. Ferrarini), Kluwer Law International, London – The Hague, 1994, 5.

⁶⁸ М. Јанковић, “Приватизација и развој финансијског тржишта”, *Право и привреда*, бр. 5-8/2004, 927.

⁶⁹ У Србији је код Комисије за хартије од вредности регистровано 30 брокерско-дилерских друштава и 14 овлашћених банака, које обављају послове на Београдској берзи. Више о томе видети на: http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=category§ionid7&id=21&itemid=60, 30.04.2014.

⁷⁰ В. Поповић, “(Не)равнотежа тржишта новца и капитала”, *Право и привреда*, бр.5-8/2009, 599.

пословно име које асоцира да је овлашћено за трговину хартијама од вредности, чиме се спречава лажно представљање и штите неуки улагачи на тржишту.⁷¹

2.2 Брокерско-дилерско друштво

Брокерско-дилерско друштво јесте инвестиционо друштво у чије редовне активности или пословање спада пружање једне или више инвестиционих услуга трећим лицима, односно професионално обављање једне или више инвестиционих активности.⁷² Брокерско-дилерско друштво може се дефинисати као привредно друштво које се бави трговином хартијама од вредности као својом искључивом делатношћу, под строгим државним надзором. Мада брокерско-дилерском друштву није дозвољено да лично, односно директно обавља друге делатности, може их вршити преко себи подређених друштава.⁷³

Брокерско-дилерско друштво поседује посебну правну способност и ограничену пословну способност. Правна способност је посебна, с обзиром да сме да се бави само трговином хартијама од вредности, док му је пословна способност ограничена, јер не може самостално доносити одлуке у свом пословању без претходне сагласности Комисије за хартије од вредности, због ризичности пословања за учеснике на тржишту.⁷⁴ Да би отпочео делатност трговине вредносницама, брокерско-дилерском друштву је потребна претходна дозвола за рад од Комисије за хартије. Осим дозволе за рад, брокерско-дилерском друштву је неопходна претходна сагласност Комисије за хартије од вредности, за доношење важних одлука, у закону предвиђеним случајевима: 1) избор односно именовање директора и члана одбора директора, надзорног одбора или извршног одбора; 2) у случају статусне промене (припајање, спајање или подела); 3) измене општих аката друштва (оснивачки акт, статут, правила и процедуре пословања); 4) престанак друштва.⁷⁵ Разлог издавања дозволе брокерско-дилерском друштву за отпочињање делатности, органе управе и сл. представља меру којом држава настоји да спречи ризик у њиховом пословању. Држава преко свог регулаторног тела,

⁷¹ Н. Јовановић, *Берзанско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009, 115.

⁷² Закон о тржишту капитала – ЗТК, *Службени гласник РС*, бр.31/2011, чл. 2, ст. 1, тач. 5.

⁷³ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 115-116.

⁷⁴ *Ibid.*, 117.

⁷⁵ ЗТК, чл. 147, 155, 159, 163, 207.

Комисије за хартије од вредности, настоји да именује поштена и ваљана лица за чланове управе друштва, како би се спречило да непоштена лица са лошом репутацијом (шпекуланти, банкротанти итд.) повећају ризик у пословању брокерско-дилерског друштва.

У свету је данас стандардно да су трговци хартијама од вредности привредна друштва (тј. правна лица), међутим у земљама чланицама ЕУ, дозвољено је и физичким лицима да буду трговци вредносницама. Директива о тржиштима финансијских инструмената дозвољава физичким лицима да се баве трговином вредносница, под условом да обезбеђују ваљан ниво заштите својим клијентима, као и да њихово пословање подлеже бонитетном надзору званичних органа, еквивалентно пословању правних лица.⁷⁶ У Србији, као и у другим земљама у транзицији, услед недовољно развијеног тржишта хартија од вредности, законодавац је наметнуо обавезу трговцима вредносница да буду искључиво правна лица, како би се подстакло развој овог тржишта, заштитили улагачи и створили снажни привредни субјекти који би били конкурентни страним трговцима.⁷⁷

Брокерско-дилерско друштво може бити организовано само као акционарско друштво⁷⁸ и на њега се примењују одредбе закона којима се уређују привредна друштва, осим уколико законом којим се уређује тржиште капитала није друкчије предвиђено.⁷⁹ Постојеће акционарско друштво испуњава одмах овај услов, док друго правно лице, као и привредно друштво које није акционарско друштво, мора се трансформисати у акционарско друштво. Субјекат који није друштво (нпр. физичко лице, задруга) мора основати акционарско друштво.⁸⁰ Брокерско-дилерско друштво може обављати своје делатности и у оквиру делова тог друштва који немају статус правних лица, у виду филијале.⁸¹

⁷⁶ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford 2008, 398; Директива о тржиштима финансијских инструмената (*Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*, O.J.L. 145/2004), чл. 4, ст. 1; За право САД видети: B.J. Bondi, "Securities arbitrations involving mortgage-backed securities and collateralized mortgage obligations: suitable for unsuitability claims?", *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 251-279, доступно на: <http://www.ssrn.com/abstract=1459735>, 19.03.2014.

⁷⁷ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 116.

⁷⁸ То значи да брокерско-дилерско друштво не може имати други облик привредног друштва, којем је признато својство правног лица попут: ортакског друштва, командитног друштва или друштва са ограниченом одговорношћу.

⁷⁹ ЗТК, чл. 147, ст. 2.

⁸⁰ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 125.

⁸¹ ЗТК, чл. 158, ст. 3.

2.3 Овлашћена банка

Друга врста трговаца хартијама од вредности, поред брокерско-дилерских друштава су банке. Како су банке врло важни учесници на финансијском тржишту, дозвољено им је да тргују серијским хартијама од вредности, поред обављања редовних банкарских послова, као што је примање депозита, давање кредита, издавање гаранција, вођење рачуна клијената итд.⁸² Иако су банкарски послови првобитно везивани за новчани промет, а не за промет хартија од вредности, временом су ови потоњи укључивани у банкарске послове. Обједињавањем ових послова у концепцији универзалног банкарства, одговара већем и потенцијално утицајнијем капиталу који је одређен законским цензусом, и који фактички стоји иза банке, у поређењу на нижи капитал брокерско-дилерског друштва на тржишту капитала. Као значајан учесник на тржишту новца и тржишту капитала, банка је знатно отпорнија на потресе на финансијском тржишту, с обзиром да има веће могућности деловања и усмеравања токова на овим тржиштима, дислоцирањем своје и туђе имовине са једног на друго тржиште.⁸³ Вишеструко виши цензус за банке у погледу новчаног дела основног капитала и стога њихов много већи финансијски потенцијал, донекле омогућује банкама предност на тржишту хартија од вредности, у односу на брокерско-дилерска друштва, која су за то специјализована. Перспектива банака је у даљој специјализацији, повећању квалитета услуга, као и проналажењу путева за јачу међусобну сарадњу са брокерско-дилерским друштвима.⁸⁴

Универзалне банке⁸⁵ представљају важне инвеститоре у хартије од вредности на организованим тржиштима. У оквиру њих се издваја посебно дефинисани

⁸² Н. Јовановић, *Берзанско право*, 139.

⁸³ В. Поповић, “(Не)Равнотежа тржишта новца и капитала”, 599.

⁸⁴ В. Поповић, “Банке на тржишту хартија од вредности”, *Право и привреда*, бр.9-12/2003, 111.

⁸⁵ Универзалне банке су финансијске институције које се подједнако баве депозитно-кредитним пословима са становништвом и привредом, као и пословима са хартијама од вредности. Називају их “финансијски супермаркети” или *one stop shops*, што недвосмислено указује на понуду на једном месту, која може задовољити све финансијске прохтеве клијената. Концепт универзалне банке има дугу историју и у многим развијеним земљама представља једини модел пословања банака. Данас је концепт универзалног банкарства прихваћен и у САД, где је законом из 1999. године (*Gramm-Leach-Bliley Act*) укинута дотадашњи Глас-Стигалов закон из 1933. године који је радвојио комерцијално банкарство од инвестиционог. Поједини аутори су узроке финансијске кризе из 2008. године видели управо у концепту универзалног банкарства. Међу њима је и Пол Кругман, професор економије и добитник Нобелове награде, који указује на отуђеност савременог банкарства од својих корена и критикује појаву “банкарства у сенци”, односно одбојност банака да се баве традиционалним депозитно-кредитним

организациони сегмент, тј. овлашћена банка, која у складу са законском регулативом, испуњава услове за обављање послова са хартијама од вредности на организованом тржишту. Основни мотив банака за улагање у хартије од вредности јесте остваривање максималног профита, у што краћем периоду. Због тога банке креирају сопствени портфељ, који се састоји од инвестирања у различите вредноснице. Тиме банке настоје да диверзификују сопствени портфељ, прерасподелом инвестираног капитала у различите вредноснице, како би смањиле изложеност ризику.⁸⁶

Упркос тежњама за максимизирањем профита, банке су у значајнијој мери изложене ризицима у пословању наспрам брокерско-дилерских друштава, јер осим трговине вредносницама, обављају и чисте банкарске послове што утиче на њихово пословање и појаву системског ризика. Ризик ликвидност представља највећу опасност за овлашћене банке, услед рочне неусклађености прилива и одлива новчаних средстава, што може изазвати губитак поверења јавности у банке. Наспрам банака, брокерско-дилерска друштва су у мањој мери изложена ризику ликвидности, јер се махом финансирају на тржишту капитала.⁸⁷ Осим ризика ликвидности, овлашћене банке се претежно излажу кредитном ризику, док се брокерско-дилерска друштва излажу тржишним ризицима.

Послови овлашћене банке као трговца вредносницама су код нас први пут уређени Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године.⁸⁸ Да би се бавила трговином вредносницама, овлашћена банка мора испунити исте услове који се траже и за брокерско-дилерско друштво. Када утврди да су испуњени услови, Комисија за хартије од вредности издаје дозволу за рад банци, чиме јој се признаје својство трговца.⁸⁹

Овлашћена банка сме трговати хартијама од вредности само преко посебног организационог дела банке – огранка, који је специјализован само за трговину вредносницама. Огранак нема својство правног лица, али банка мора: 1) да у пословним књигама обезбеди посебну евиденцију о пословању огранка; 2) да

пословима и њихову опцијеност инвестирањем и хартијама од вредности. С. Вучковић, В. Првуловић, “Успон и пад универзалног банкарства”, *Банкарство*, бр.5/2013, 54-79.

⁸⁶ Б. Борковић, 1335.

⁸⁷ P.R. Wood, 333.

⁸⁸ Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени лист СРЈ*, бр.65/2002.

⁸⁹ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 139.

располаже одговарајућим кадровима тј. да има најмање једног брокера са положеним стручним испитом; 3) да донесе правила пословања огранка, уз претходну сагласност Комисије; 4) да поседује адекватну организациону и техничку оспособљеност; 5) да својим правилима о раду уреде начин обављања посредничких послова, пре свега спречавање злоупотребе информација које нису доступне свим учесницима на тржишту.⁹⁰

2.4 Пословање (делатност) трговаца хартијама од вредности

Брокерско-дилерско друштво односно овлашћена банка може обављати послове посредовања, заступања или комисиона у куповини и продаји хартија од вредности (брокерски послови); послове пружања саветодавних услуга у вези са пословањем вредносница (инвестиционо саветовање); послове кредитирања клијената; послове чувања хартија од вредности; послове управљања хартијама од вредности (портфолио менаџер); послове организовања дистрибуције хартија од вредности без обавезе откупа непродатих хартија од вредности, односно организовање укључивања хартија од вредности на тржиште (агент емисије); послове организовања дистрибуције и преузимања односно откупа целе или дела емисије хартија од вредности од издаваоца у циљу даље продаје (покровитељ емисије); дилерске послове; послове тржишног снабдевања (маркет-мејкер).⁹¹ Овлашћена банка не може обављати послове организатора тржишта, као ни послове организатора мултилатералне трговачке платформе. Брокерско-дилерско друштво, као и овлашћена банка, може обављати кастоди послове, осим послова отварања и вођења збирног кастоди рачуна, који су искључиво резервисани за кастоди банку.⁹²

Правни значај поделе послова на брокерске и дилерске огледа се у различитим условима за њихово обављање, услед различите ризичности како по само инвестиционо друштво, тако и по његове клијенте. Уговори које закључи трговац

⁹⁰ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 119.

⁹¹ М. Васиљевић, *Компанијско право*, Службени гласник – Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2007, 467.

⁹² В. Поповић, “Банке на тржишту хартија од вредности”, 116-117.

вредносницама са својим клијентом, неовисно да ли су брокерски или дилерски, морају имати писану форму.⁹³

Налогопримачки посао представља однос трговца вредносницама, као лица овлашћеног на закључење посла, и његовог клијента. Овај однос се заснива на уговору о налогу, којим се трговац обавезује да закључи берзански посао за рачун клијента (налогодавца), а клијент се обавезује да му исплати накнаду за уложени труд.⁹⁴ Налогопримачки послови су послови посредовања, заступања и комисиона на тржишту вредносница, које српски законодавац назива јединственим, англофилским именом брокерски послови.⁹⁵

Трговац ће се изложити губицима при извршењу налогопримачких послова, ако прекорачи границе датог овлашћења (нпр. купи или прода више вредносница него што је био овлашћен), с обзиром да је дужан да надокнади штету трећем савесном лицу. Право на провизију од налогодавца трговац вредносницама стиче у моменту када треће лице испуни своје обавезе из закљученог уговора (када преда новац за купљене вредноснице, или када му преда вредноснице које је за његов рачун продао). Заступник уредно наступа за учеснике на секундарном тржишту хартија од вредности. Уколико се трговац обавезе емитенту да организује емисију хартија од вредности без обавезе откупа непродатих хартија, или да организује укључивање издатих хартија од вредности на организовано тржиште, он се сматра агентом емисије. У САД се сматра врстом покровитеља (меко преузимање, *best efforts underwriting*).⁹⁶

Дужношћу трговца вредносницама, као члана берзе, да наступа као комисионар, штите се остали чланови берзе (трговци). Заштита се огледа у томе што је сваком трговцу берзе увек саговорник други члан, с обзиром да су сви чланови берзе, према правилима берзе, дужни да послове закључују међусобно само у своје име и кад раде за рачун својих клијената. На тај начин трговци вредносницама у међусобној трговини

⁹³ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 118.

⁹⁴ *Ibid.*, 340.

⁹⁵ Делатности посредника и заступника се прожимају, те се уредно догађа да исти субјекти обављају обе делатности као регистровано занимање. У англосаксонском праву, насупротив континенталном праву, посао посредовања, заступања али и комисиона не постоји као самосталан, већ је обухваћен јединственим институтом *Agency*. М. Васиљевић, *Трговинско право*, Службени гласник – Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2008, 125.

⁹⁶ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 121, 368, 460.

искључују ризик неизмирења својих тражбина због невољности или неспособности за испуњење обавеза њихових клијената.⁹⁷

Трговац се излаже потенцијалном ризику у пословању, ако по закључењу посла не наплати потраживање од свог клијента. На пример, трговац вредносницама може извршењем налога да купи клијенту вредноснице у берзи из својих средстава, али да му клијент не да новац за плаћање цене продавцу. Или, када трговац продаје своје вредноснице за рачун клијента трећем лицу, док му их клијент не плати. Од поменутих ризика трговац се штити предујмом (авансом) и залогом. Углавном трговци клијентима условљавају прихватање налога полагањем одговарајуће своте новца или вредносница, које треба да буду предмет берзанског посла.⁹⁸ У Србији, у трговини вредносницама, клијенти имају обавезу предујмљивања по самом закону. Трговац може да одбије извршење налога за куповину вредносница, уколико утврди да на новчаном рачуну клијента нема довољно средстава потребних за измирење обавеза насталих по основу извршења тог налога. Такође, трговац може одбити извршење продајног налога, уколико утврди да клијент, као продавац, нема на рачуну довољно вредносница потребних за измирење обавеза насталих по основу извршења налога.⁹⁹

Трговац вредносницама има залог у клијентовим стварима, које су му у државини, како би обезбедио своја потраживања из уговора о налогу (комисион, заступање). У домаћем праву, трговац има залог по сили закона, неовисно од тога да ли је уговором о налогу прихватио да за клијента наступа као комисионар, посредник или заступник према трећим лицима.¹⁰⁰ Предмет залогa може бити клијентова ствар, новац или потраживање из посла, који је закључен извршењем његовог налога. Уколико клијент не испуни обавезу трговцу, трговац има право да ствар коју је примио од клијента у извршавању налога, прода трећем лицу и да намири своје потраживање из остварене цене, након одбијања трошкова продаје. Остатак цене, уколико га има, трговац је дужан да преда клијенту.¹⁰¹ На тај начин трговац вредносницама настоји да спречи губитак у свом пословању, тиме што ће намирити своје потраживање из имовине клијента.

⁹⁷ *Ibid.*, 341.

⁹⁸ *Ibid.*, 343.

⁹⁹ Правилник о правилима понашања инвестиционог друштва приликом пружања услуга, *Службени гласник РС*, бр.89/2011 и 44/2012, чл. 46.

¹⁰⁰ Закон о облигационим односима – ЗОО, *Службени лист СФРЈ*, бр.29/1978, 39/1985, 45/1989, 57/1989, *Службени лист СРЈ*, бр.31/1993, чл. 786, 809, 814.

¹⁰¹ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 344.

При пружању услуга управљања портфељем,¹⁰² трговац вредносницама је у обавези да прикупи све потребне информације о знању и искуству клијента или потенцијалног клијента о инвестиционој области, финансијској ситуацији и инвестиционим циљевима клијента који су битни за одређену врсту финансијског инструмента или услуге, како би био у могућности да клијенту или потенцијалном клијенту препоручи одговарајућу инвестициону услугу или финансијски инструмент.¹⁰³ За утврђивање инвестиционих циљева клијента, трговац може тражити од њих информације које се односе на: жељено трајање улагања; спремност за преузимање ризика; профил ризика за клијента, односно потенцијалног клијента; сврху улагања; њихово знање и искуство на подручју инвестирања у одређене врсте хартија од вредности, односно знање и искуство који су неопходни за разумевање ризика у вези управљања њиховим портфељем. Како би утврдио способност клијента да финансијски поднесе ризике инвестирања, трговац може тражити од клијента информације које се односе на: извор и висину његових редовних прихода; његову имовину, укључујући и податке о ликвидним средствима, улагањима, некретнинама; његовим редовним финансијским обавезама. Уколико не прикупи довољно података, трговац вредносницама је обавезан да упозори клијента да му неће пружити услуге управљања портфељем.¹⁰⁴ На тај начин трговац вредносницама се штити од потенцијалне изложености ризику губитка у управљању портфељем клијента, уколико установи да клијент нема довољно новчаних средстава за одређена улагања.

Позајмљивање (кредитирање) финансијских инструмената јесте делатност у којој трговац вредносницама позајмљује финансијске инструменте другим клијентима на тржишту, уз право наплате услуге позајмљивања у складу са правилником о тарифи.¹⁰⁵

Осим позајмљивања хартија од вредности, брокерско-дилерско друштво може позајмљивати новац само повремено, под условом да му кредитирање не постане

¹⁰² Управљање хартијама од вредности (портфолио менаџмент) јесте делатност којом трговац вредносницама остварује права по основу клијентових хартија од вредности према издаваоцима (нпр. наплата главнице, камате, дивиденде) или располаже хартијама од вредности у промету, како би им сачувао и увећао укупну вредност (портфолио, портфељ). Н. Јовановић, Берзанско право, 122.

¹⁰³ Д. Монтиљо-Михајловић, “Домаће тржиште капитала и MiFID”, *Банкарство*, бр.3/2013, 156.

¹⁰⁴ Правилник о правилима понашања инвестиционог друштва приликом пружања услуга, чл. 22, 23, 25.

¹⁰⁵ Инвестиционо друштво може позајмљивати финансијске инструменте другом клијенту, другом инвестиционом друштву или кредитној институцији члану Централног регистра, уколико је инвестиционо друштво законити ималац тих инструмената или је законити ималац инструмената клијент са којим друштво има закључен уговор о управљању или вођењу рачуна финансијских инструмената, под условом да са тим клијентом закључи уговор о позајмљивању или га је клијент на то овластио писаним овлашћењем. ЗТК, чл. 183.

редовна делатност, с обзиром да је она резервисана само за банке. Новчано кредитирање постоји када се трговац клијенту који је рочно купио вредноснице, за које је трговцу положио само део куповне цене, обавезе да покрије недостајући део цене из својих средстава о доспелости куповине, задржавајући за себе залог на купљеним вредносницама. Уколико клијент не отплати зајам о року, трговац ће продати онолико заложених вредносница колико му је потребно да би повратио зајам и на тај начин избегао ризик неизмирења остатка цене од клијента.¹⁰⁶

Комисија за хартије од вредности регулисала је само позајмљивање хартија од вредности, прописујући да испуњење обавезе зајмопримца (клијента) мора бити обезбеђено давањем залог трговцу. Уколико клијент не измири своју обавезу о доспелости насталу из уговора о позајмљивању, трговац може одредити вредност свог потраживања у односу на вредност хартија од вредности коју су они имали на дан закључења тог уговора или на дан испуњења обавезе клијента и продати предмет залог.¹⁰⁷ Хартије од вредности на којима је конституисано право залог тј. чији је правни промет ограничен, не могу бити предмет уговора о зајму.¹⁰⁸

Дилерски послови јесу делатност у којој трговац вредносницама купује и продаје хартије од вредности у своје име и за свој рачун у циљу остваривања добити у висини разлике између куповне и продајне цене хартија од вредности (маржа).¹⁰⁹ С обзиром да су дилерски послови ризичнији наспрам брокерских (налогопримачких) послова, за трговце су предвиђена строжа правила у обављању ових делатности. Пре свега, то се односи на висину минималног капитала који је потребан трговцима за обављање дилерских послова, с обзиром да се трговац чешће излаже ризицима у пословању. Тако се трговац излаже ризицима у препродаји, када као продавац продаје хартије од

¹⁰⁶ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 123-124.

¹⁰⁷ Правилник о правилима понашања инвестиционог друштва приликом пружања услуга, чл. 36.

¹⁰⁸ Домаће право не дозвољава инвестиционим друштвима да обављају послове новчаног кредитирања својих клијената у трговини финансијским инструментима, за разлику од права САД које то дозвољава, упркос чињеници да је овакав начин кредитирања клијената довео до краха Њујоршке берзе 1929. године. Како је владало велико интересовање за улагање, клијенти (инвеститори) су плаћали само део цене одређене хартије од вредности, док би за плаћање остатка цене хартија од вредности узимали кредит од брокерско-дилерских друштава и банака (*margin trading*), залажући купљене вредноснице као гаранцију. Уколико би цене вредносница порасле, инвеститори би их продали и вратили кредит са каматом, док уколико би цене пале, инвеститори би одустајали од куповине, остављајући вредноснице банци односно брокерско-дилерском друштву да њиховом продајом намире дуг. Овакве шпекулације довеле су до пуцања берзанског мехура. Готово сви учесници на финансијском тржишту су банкротирали, укључујући професионалне трговце вредносницама и стручњаке. Ј. Јањушевић, Глобална финансијска криза, 11, <http://www.fps.unimediterranean.net>, 05.12.2011.

¹⁰⁹ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 118.

вредности на почек, док не наплати пуну цену. Исто тако, ризик постоји и када трговац купује хартије од вредности пропорционално, тј. плати цену док не добије вредноснице.

Тржишни снабдевач (*market maker*) је трговац вредносницама који је стално присутан на финансијским тржиштима и тргује за сопствени рачун куповином и продајом финансијских инструмената користећи сопствену имовину по ценама које сам одреди.¹¹⁰ Маркет мејкер има улогу креатора тржишта, имајући у виду да се његова делатност односи на снабдевање тржишта недостајућим хартијама од вредности, када им је цена у порасту, односно недостајућом количином новца, када је цена хартија од вредности одређеног издаваоца у паду. На тај начин успостављају трговину хартијама од вредности, уколико дође до њеног застоја, због неподударања ниске куповне цене коју нуде купци и високе продајне цене коју траже продавци одређене хартије од вредности.¹¹¹ Маркет мејкери су обавезни да купују хартије од вредности по вишим курсевима, односно да их продају по нижим курсевима од текућих у берзи до одређене укупне суме, уговорене са берзом. Да нема ограничења на одређену суму, тржишни снабдевачи би, у случају великог и трајнијег пада, односно пораста курса вредносница оних издавалаца за које су задужени, могли претрпети огромне губитке у свом пословању, који би их одвели у стечај.¹¹²

Упркос томе што тржишни снабдевачи обезбеђују бољу информисаност о ценама за све учеснике на тржишту, они се сусрећу са постојањем неколико врста ризика. То је ризик будућег кретања цене; ризик који потиче из вероватноће да маркет мејкери могу пословати са неким ко је боље обавештен од њих; ризик везан за неизвесност трајања интервала које је тржишном снабдевачу потребно да изађе из своје позиције, што зависи од односа продајних и куповних налога који пристижу на тржиште.¹¹³

Покровитељ емисије (*underwriter*) је инвестиционо друштво које се обавезује емитенту да, уз одговарајућу накнаду (провизију), настоји да у емисији прода хартије од вредности улагачима, као и да откупи оне хартије од вредности, које улагачи не

¹¹⁰ ЗТК, чл. 2, ст. 13.

¹¹¹ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 119.

¹¹² *Ibid.*, На пример тржишни снабдевач може истаћи одређеног дана своје курсеве акција компаније “Цитроен” на износе 5.000 : 6.000 динара. То значи да је снабдевач обавезан да купује акције компаније од сваког продавца по цени од 5.000 динара по комаду, чак и када им је текући куповни курс нижи (нпр. 4.500 динара), као и да их продаје по цени од 6.000 динара по комаду, иако им је текући продајни курс виши (нпр. 6.500 динара).

¹¹³ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 92.

буду купили о уписном року. Ово је тзв. уже односно енглеско схватање, које поистовећује покровитеља са откупљивачем емисије, с обзиром да води рачуна само о његовом односу према емитенту.¹¹⁴ Према ширем схватању, покровитељем емисије сматра се инвестиционо друштво које се обавезало емитенту да ће настојати да прода хартије од вредности у емисији трећим лицима, али без обавезе откупа. Домаће право ово друштво сматра агентом емисије.¹¹⁵

Суштина покровитељства је у преношењу ризика неуспеле емисије са емитента на покровитеља. Тиме издавалац избегава ризик неуспеле емисије, уколико покровитељ откупи све хартије од вредности, које не буду продате улагачима. Чак и када се покровитељ обавезе само на продају емитованих хартија од вредности улагачима, без обавезе откупа непродатих, емитент значајно смањује сопствени ризик из разлога што је покровитељ стручно лице које је упознато са ситуацијом на тржишту вредносница.¹¹⁶ Међутим, трговци вредносницама као покровитељи емисије сnose ризик пласмана емисије, те ако дође до промена тржишних услова у кратком временском интервалу од откупа емисије до њене реализације на тржишту, покровитељ се може наћи у неповољној ситуацији. Неповољност се огледа у томе што је трговац као покровитељ емисије гарантовао издаваоцу откуп емисије по уговореној цени, те је присутан ризик промене цена на секундарном тржишту, уколико се вредноснице претходно не продају на примарном тржишту. Трговац може елиминисати или умањити ризик промене цена, ако пронађе довољан број улагача и емисију распрода на примарном тржишту.¹¹⁷

Како би проценио исплативост преузимања емисије и тиме смањио изложеност ризику, покровитељ пре преузимања емисије, предузима низ неопходних радњи на тржишту. Те радње су испитивање тржишта, планирање емисије, израда проспекта, објављивање огласа о емисији, прибављање дозволе од Комисије за хартије од вредности, организовање трговаца, банака и посредника у продајну мрежу, утврђивање резултата емисије. Покровитељ има право на накнаду од емитента, упркос томе што

¹¹⁴ Н. Јовановић, *Емисија вредносних papира*, 55, G. Morse, *Charlesworth's Company Law*, Stevens & Sons, London 1987, 170. G. Morse, *Company Law*, Sweet & Maxwell, London 1995, 144.

¹¹⁵ ЗТК, чл. 2, ст. 15. Нарочито америчко право широко схвата покровитеља. Тако је Закон о хартијама од вредности (*Securities Act*) из 1933. године дефинисао покровитеља као: 1) лице које стиче хартије од вредности од емитента у намери даље дистрибуције; 2) лице које директно или индиректно учествује у понуди, продаји или процесу организовања дистрибуције хартија од вредности; 3) лице које продаје хартије од вредности власника већинских пакета хартија од вредности истог издаваоца. А. Малишић, "Хартије од вредности: дистрибуција и увођење на организовано тржиште", *Финансије*, бр.1-6/2005, 112.

¹¹⁶ Н. Јовановић, *Емисија вредносних papира*, 56, M. Steinberg, *Understanding Securities Law*, Mathew & Bender 1996, 106.

¹¹⁷ Р. Вићентијевић, "Овлашћена банка као покровитељ емисије акција", *Правни живот*, бр.13/2007, 107.

зарађује и на маржи од купаца хартија од вредности, с обзиром да их претходно емитентима плати по нижој цени, а затим продаје по вишој цени улагачима.¹¹⁸ Остварена разлика између цене по којој трговац продаје вредноснице улагачима и цене коју плаћа издаваоцу приликом откупа емисије, представља накнаду трговцу за преузети ризик пласмана емисије.

Како је покровитељство ризична делатност, економски је могуће да је обавља само имућно лице, које је финансијски стабилно, а уједно и стручно. Стога, покровитељ може бити само трговац хартијама од вредности, који се регистровао за обављање послова покровитељства, након што је претходно испунио услове у погледу капитала, стручности и поузданости великих акционара.¹¹⁹ Српско право допушта брокерско-дилерском друштву и овлашћеној банци да обављају послове преузимања емисије.

Овлашћена банка која је покровитељ емисије, мора водити рачуна да улагање у једно лице које није лице у финансијском сектору не сме прећи 10% капитала банке, док укупна улагања у лица која нису лица у финансијском сектору не сме прећи 60% капитала банке. Присуство ризика и поменута законска ограничења утичу да овлашћена банка као покровитељ емисије не сме сама гарантовати емисију. Тиме би преузела цео ризик емитовања вредносница, због тога мора да смањи ризик оснивањем групе овлашћених банака и брокера који учествују у продаји емисије. Како је за овлашћене банке покровитељство емисије најризичнија делатност на тржишту капитала, код нас се само једна овлашћена банка бави овом врстом посла. Недовољној развијености овог посла доприносе постојећа законска ограничења у погледу улагања средстава овлашћене банке у складу са законском обавезом управљања ризицима.¹²⁰

¹¹⁸ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 459.

¹¹⁹ *Ibid.*, 461.

¹²⁰ Р. Вићентијевић, 106-108.

ИСТОРИЈСКОПРАВНИ РАЗВОЈ ОГРАНИЧЕНОСТИ РИЗИКА У ПОСЛОВАЊУ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

3.1 Међународни стандарди: Од настанка Базелског комитета до данас

Правила пословања и ограничености ризика брокерско-дилерског друштва и овлашћене банке чине саставни део позитивноправног система наше земље. На међународном нивоу системски рад на кодификацији започет је седамдесетих година прошлог века. Урушавање банкарског система седамдесетих година имало је за последицу све растућу нестабилност на финансијском тржишту, што је претходило оснивању Базелског комитета за надгледање банака.

Базелски комитет за надзор над банкама (*Basel Committee on Banking Supervision*) основан је крајем 1974. године, од стране гувернера централних банака најразвијенијих земаља Групе 10, након колапса немачке банке Херштат (*Bankhaus Herstatt*).¹²¹ Чланови комитета су централне банке следећих земаља: Белгије, Француске, Холандије, Луксембурга, Италије, Јапана, Канаде, Немачке, Шпаније, Шведске, Швајцарске, Велике Британије и Сједињених Америчких Држава. Одлучено је да седиште новооснованог комитета буде у оквиру Банке за међународна поравнања (*Bank for International Settlements - BIS*)¹²² у Базелу у Швајцарској, у оквиру којег постоје још два комитета националних експерата: Комитет за глобални финансијски систем (*Committee on the Global Financial System*) и Комитет за платне и обрачунске системе (*Committee on Payments and Settlements Systems*).

¹²¹ Банка Херштат је била највећа немачка банка у Келну и била је веома активна на девизном тржишту, услед чега је претрпела велику изложеност капитала, што је и проузроковало крах 1974. године. Z. Sarkany, The new Basel III rules and recent market developments, 9, <http://www.ssrn.com/abstract=2155112>, 22.02.2014.

¹²² Банка за међународна поравнања, као најстарија међународна финансијска институција, основана је 1930. године у Хагу, ради успостављања сарадње између централних банака широм света. Током 1948. године, Банка је почела са спровођењем европског платног и обрачунског промета и тиме послужила као центар обрачуна у оквиру Европске платне уније. Банком управља Одбор директора, који је сачињен од 17 чланова из Групе 10. Осим обезбеђивања краткорочних кредита за покривање ликвидности централних банака, Банка такође инвестира на међународном тржишту капитала, чиме се приближава комерцијалним банкама. Т. Јованић, 204-205.

Један од основних циљева који је постављен пред комитет уочи оснивања, био је унапређење превентивног надгледања пословања банака. Овако постављен циљ у основи обухвата широк спектар питања у области финансијског пословања: од неопходности да се затворе пропусти у међународном надзору, у смислу да ни једна страна финансијска институција не може избећи контролу, као и да надзор буде адекватан, до потребе да се уведе заједнички систем мерења примерености капитала.¹²³

Базелски комитет је неформална организација, која не располаже формалним интернационалним контролним овлашћењима. Стога, смернице и препоруке које издаје и документа која усвоји нису обавезујућа, све док их законодавни органи не унесу у националне системе (тзв. *soft law*). Сем тога, комитет издаје стандарде надзора и препоруке најбоље праксе, али закључци нису правно обавезујући.¹²⁴

Међу првим документима које је издао комитет још од свог оснивања, када је реч о превентивном надзору, јесте документ под називом *Конкордат* из 1975. године. Овим документом издате су препоруке за поделу одговорности у поступку контроле филијала банака у иностранству. Циљ је био ускладити превентивни надзор надзорника из земље порекла и домаћих надзорника. Следећи значајан документ јесу *Принципи контроле банкарских страних институција*, из 1983. године и представљао је ревидирану верзију Конкордата из 1975. године. Предвиђао је процену примерености капитала банака на консолидованој основи.¹²⁵ У сарадњи са надзорним властима из многих земаља изван Групе 10, Базелски комитет је током 1997. године објавио документ *Основни принципи ефикасне банкарске супервизије*, а две године касније и *Основне принципе методологије*.¹²⁶

Једно од кључних питања из сфере ваљаног надгледања, које се нашло у фокусу Базелског комитета, током осамдесетих година прошлог века је питање примерености капитала. Нагли развој финансијских тржишта, уз еквивалентан раст изложености финансијских институција различитим ризицима у пословању, иницирало је доношење новог споразума.

¹²³ В. Матић, "Пруденциона супервизија", *Банкарство*, бр.3-4/2009, 108.

¹²⁴ Z. Sarkany, 10.

¹²⁵ E.P. Ellinger, E. Lomnicka, C.V.M. Hare, *Ellinger's Modern Banking Law*, Oxford University Press, New York 2011, 77.

¹²⁶ В. Матић, 110.

3.1.1 Базелски споразум о капиталу – Базел I

Током криза осамдесетих година, Базелски комитет се укључио у доношење нових регулаторних стандарда за унапређење сигурности и стабилности финансијског система. Међу иницијаторима доношења нових стандарда биле су земље Латинске Америке, које су током осамдесетих година 20. века, доживеле масовне дужничке кризе. Дужничка криза у Латинској Америци довела је до усвајања минималних капиталних захтева за међународно активне банке, јер се веровало да су резерве међународних банака значајно опале.¹²⁷ У јулу 1988. године Базелски комитет је усвојио Међународни споразум о мерењу капитала и капиталним стандардима, који је познатији под именом Базелски споразум о капиталу или Базел I.¹²⁸

У питању је споразум који је био од великог значаја за превентивни надзор над банкама и стабилност финансијског система, јер се заснивао на неколико постулата: обавеза мерења примерености капитала банке применом предложених стандарда, чиме се елиминишу разлике у погледу различитих капиталних захтева међу јурисдикцијама и нелојална конкуренција; увођење стандарда минималне примерености капитала од 8%, чиме се изједначава почетна позиција банака на финансијском тржишту (принцип – иста величина за све), али и онемогућавање банкама да повећају обим пословања, уз паралелан раст примерености капитала; увођење највишег степена свеобухватности, када су у питању банке унутар јурисдикција, у контексту да су све обавезне да примењују стандарде, ако их одређене јурисдикције прихвате и унесу у националне законе. Иако Базелски комитет нема формална овлашћења, споразум је прихваћен у више од 100 земаља света.¹²⁹

На основу Базелског споразума, Европска комисија израдила је и усвојила Директиву о примерености капитала кредитних институција и инвестиционих

¹²⁷ Z. Sarkany, 11.

¹²⁸ Регулатори у Сједињеним Америчким Државама наметали су различите капиталне захтеве током седамдесетих и осамдесетих година. Надзорне власти су само у појединим случајевима издавали упозорења финансијским институцијама да повећају капитал. Ово питање донекле је решено 1983. године, усвајањем закона (*International Lending Supervision Act*) којим се агенцијама даје овлашћење да одређују и спроводе капиталне захтеве. A Azadinamin, Basel III, 4, <http://www.ssrn.com/abstract=2007817>, 25.02.2014.

¹²⁹ В.Матић, “Базелски споразум о капиталу (Базелски споразум I)”, *Банкарство*, бр.5-6/2009, 130. Л. Лучић, “Базелски споразум II: утицај на понашање банака и начин финансирања малих и средњих предузећа”, *Финансије*, бр.1-6/2006, 107-108.

друштва 1993. године, док су измене и допуне уследиле 1996. и 2004. године. На овај начин Базелски споразум постао је правно обавезујући за све земље чланице ЕУ, које су усвојиле правила о примерености капитала у своје законе.¹³⁰ Поменутом директивом је поље примене Базелског споразума проширено и на брокерско-дилерска друштва.

Усвајање стандарда имало је за циљ да подстакне водеће светске банке и брокерско-дилерска друштва да одржавају високе стопе капитала и да изједначе висине стопа капитала у односу на активу између банака и друштава из различитих земаља. Истраживања која су спроведена у оквиру Базелског комитета за надзор над банкама показала су да је од увођења Базела I дошло до значајног повећања коефицијената капитала према ризичној активи банака у развијеним привредама, и то у периоду од 1988. до 1996. године, раст је износио са 9,3% на 11,2%. Овим се истиче позитиван учинак Базелског споразума, који се огледао у порасту висине капитала које су банке поседовале у свом власништву, чиме је заустављен дотадашњи негативан тренд опадања капитала.¹³¹

Првобитна верзија Базелског споразума искључиво се бавила изложеностима капитала према кредитном ризику. Базелски комитет дефинисао је капитал као кључну брану у односу на потенцијалну изложеност банке ризику остваривања прихода, а као последицу изложености кредитном ризику.¹³² Саставни елементи капитала према Базелском споразуму из 1988. су:

1. Основни капитал или Ниво 1 (*Tier 1*) чине: обичне акције; вишак изнад номиналне вредности акција уплаћен од стране акционара банке по годишњем обрачуну (премија емисије); некумулативне трајне приоритетне акције; резерве из добити; учешћа водеће банке у зависним банкама која су мања од контролног пакета акција, приказана у консолидованим билансима банкарске групе.
2. Додатни капитал или Ниво 2 (*Tier 2*) чине следеће компоненте: конвертибилне приоритетне акције; кумулативне трајне приоритетне акције; опште резерве за покривање губитака; субординирани зајам са роком доспећа од пет година; конвертибилни зајам са обавезном заменом (*mandatory convertible debt*);

¹³⁰ М. Дукић-Мијатовић, 154.

¹³¹ Д. Шеховић, Потреба за увођењем Базела II: Осетљивост на ризик, www.cgekonomet.com, 26.03.2014.

¹³² В. Матић, "Базелски споразум о капиталу (Базелски споразум I)", 130.

гибридни инструменти дужничког капитала који комбинују обележја зајма и акција.¹³³

Ниво 2 или додатни капитал обухвата две форме капитала – виши и нижи ниво капитала. Док виши ниво додатног капитала укључује капитал који је трајан и кумулативан, нижи ниво додатног капитала обухвата капитал који није трајан (тј. који ће бити враћен након фиксног рока), као и капитал чији се фиксни трошкови одржавања не могу избећи или одложити. Да би се у потпуности вредновао, нижи ниво додатног капитала мора имати резидуалну доспелост од најмање пет година.¹³⁴ Код нивоа два капитала важи ограничење да максимални износ субординираног дуга и привремених приоритетних акција које улазе у његов састав не сме достићи максимум од 50% нивоа један капитала.

Изменама Базелског споразума из 1996. године, које се односе на тржишни ризик уведен је концепт нивоа три (*Tier 3*) капитала банке.¹³⁵ Тиме је омогућено банкама да располажу мање квалитетним капиталом, како би се постигла већа ефикасност у управљању ризицима. Сматрало се да врсте ризика који се покривају овом врстом капитала имају краћи период затварања него кредитни ризик. Самим тим, и губици који би настали инвестирањем у хартије од вредности, апсорбовали би се у краћем периоду.¹³⁶

Ниво три капитала обухвата елементе који испуњавају следеће услове: имају неопозив фиксни рок од најмање две године и садрже клаузулу о условном одлагању исплате (*“lock in” provisions*). Тиме се забрањује да камата и главница буду исплаћене клијентима, ако би то имало за последицу да коефицијент укупног капитала банке падне испод минимално захтеваног капитала који прописује Базелски споразум. Амандманима Базелског споразума из 1996. године о тржишном ризику предвиђено је да збир нивоа два и нивоа три капитала алоцираног на име тржишног ризика не сме прећи границу од 250% нивоа један капитала алоцираног на име тржишног ризика.¹³⁷

¹³³ Ђ. Ђукић, *Управљање ризицима и капиталом у банкама*, Београдска берза, Београд 2007, 5.

¹³⁴ S. Gleeson, *International Regulation of Banking: Basel II: Capital and Risk Requirements*, Oxford University Press, New York 2010, 57.

¹³⁵ Basle Committee on Banking Supervision, Overview of the amendment to the capital accord to incorporate market risks, Bank for International Settlements, January 1996

¹³⁶ Ђ. Ђукић, 6.

¹³⁷ *Ibid.*, 7.

Базелским споразумом предложен је приступ за мерење изложености ризику под називом Приступ активе пондерисане ризиком (*Risk-Weight Approach - RWA*).¹³⁸ Суштина приступа се састоји у портфолио приступу: на различите категорије активе примењују се одговарајући пондери ризика. Оквир пондера ризика је поједностављен и познаје пет пондера: 0%, 10%, 20%, 50% и 100%. Наведени пондери ризика придружују се следећим категоријама: готовинским потраживањима према државама или централним банкама додељује се пондер 0%; потраживањима према јавном сектору додељује се пондер од 10% до 20%, потраживањима према банкама додељује се пондер 20%. Низак пондер према банкама последица је интензивног регулисања и надзора који се спроводи над банкама. Хипотекарним кредитима додељен је пондер 50%, док је осталим кредитима додељен пондер 100%. У начелу, овај пондер указује на виши ризик којем је изложена банка, која пласира кредите приватном сектору. Ова категорија обухвата и потраживања према државама које нису чланице Организације за економску сарадњу и развој, као и према улагањима у некретнине.¹³⁹ Ванбилансна актива¹⁴⁰ такође је потпадала под категоризацију, а за сваку категорију одређен је одговарајући кредитни конверзиони фактор.¹⁴¹

Овако постављени принципи били су подобни за примену не само у развијеним земљама, већ и у земљама у транзицији. Иновација принципа уведених Базелским споразумом о капиталу омогућавала је развој и спровођење контроле над банкама. Од банака се очекивало да установе процесе интерне процене својих ризика, као и капитала потребног за покриће ризика, док се од надзорника тражило да предузму

¹³⁸ Активом банке сматрају се: доспели и недоспели краткорочни и дугорочни кредити; депозити код банака; камате и накнаде; дугорочне и краткорочне хартије од вредности које се држе до доспећа, као и хартије од вредности које су расположиве за продају а не укључују се у књигу трговања; учешћа банке у капиталу других правних лица; средства стечена наплатом потраживања; билансна актива која се укључује у књигу трговања а за коју банка не рачуна капитални захтев за тржишне ризике у складу са правилима којима се уређује примереност капитала банке. Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки банке, *Службени гласник РС*, бр. 94/2011, 57/2012, 123/2012, 43/2013, 113/2013, 135/2014, 25/2015 и 38/2015, чл. 3.

¹³⁹ H.V. Greuning, С. Брајовић Братановић, *Анализа и управљање банковним ризицима*, Светска банка - Мате, Загреб 2006, 108-109.

¹⁴⁰ Ванбилансну активу чине следеће ставке које је издала банка: издате плативе и чинидбене гаранције, авали и други облици јемства, акцепти меница, отворени акредитиви, неискоришћене преузете неопозиве обавезе, друге ванбилансне ставке по којима може доћи до плаћања банке. Укупна ризична ванбилансна актива банке представља књиговодствено стање ванбилансне активе банке коригована факторима конверзије и пондерима ризика за поједине позиције. Ј. Лазић, "Анализа финансијских извештаја банака и других финансијских институција", *Школа Бизниса Научностручни часопис*, 2009, 99.

¹⁴¹ В. Матић, "Базелски споразум о капиталу (Базелски споразум I)", 132.

превентивне мере у циљу спречавања да капитал банака падне испод предвиђене границе.¹⁴²

Упркос позитивним ефектима, Базелски споразум није успео да се одупре сталним иновацијама на финансијском тржишту, појави нових финансијских инструмената, пре свега кредитних деривата, који су повећали способност банака да се изборе са изложеношћу ризику. С друге стране споразум је био подобан за заобилажење многобројних рестрикција, попут коришћења капиталне арбитраже,¹⁴³ која се ослањала на податак да су широко постављене категорије ризичне активе, тако да су исте остављале довољно простора за малверзације (продаја мање ризичне уз истовремену куповину ризичније активе у оквиру исте категорије ризичне активе), чиме се повећавао ризик банака, који није пропраћен одговарајућим повећањем нивоа капитала. Као последица свега, дешавало се да је Базелски споразум доприносио повећању изложености ризику банака, уместо њеном смањењу што је и био један од постулата овог споразума. Често се истицало да споразум није препознао да не постоје две банке са идентичном изложеношћу ризику, те се исти презентовао као модел који одговара свима.¹⁴⁴

Упркос бројним предностима, Базелски споразум о капиталу имао је и недостатке, међу којима се најчешће истиче: да примереност капитала зависи само од кредитног ризика, док тржишни и оперативни ризици нису били обухваћени; у процени кредитног ризика не постоји разлика између дужника различитог квалитета и рејтинга; акценат је на књиговодственим а не тржишним вредностима, уз неадекватно сагледавање ризичности и ефеката примене нових финансијских инструмената, као и техника за ублажавање ризика.¹⁴⁵ Интензиван развој финансијских тржишта, појава

¹⁴² Љ. Вељић, “Нека спорна питања поводом решења донетих у поступку контроле банака”, *Право и привреда*, бр.5-8/2004, 980.

¹⁴³ Унапређење техника за управљање ризицима узроковано ширењем банкарских услуга, као и јачање конкурентности, превазишли су једноставност Базела I. Упркос јасно одређеним пондерима ризика, банке нису вршиле довољно добру дистинкцију између различитог степена кредитне способности клијената унутар сваке категорије. Пондери ризика за дату категорију престали су ваљано да одражавају ниво ризика које банке преузимају. То је подстакло банке да користе капиталну арбитражу, односно да шире кредитирање ка ризичнијим клијентима. Капитална арбитража може се остварити на неколико начина између осталог променом структуре активе према ставкама које носе ниже пондере ризика, до примене секјуритизације. Н.В. Greuning, С. Брајовић Братановић, 123.

¹⁴⁴ Д. Шеховић, Потреба за увођењем Базела II: Осетљивост на ризик, www.cgekonomet.com, 26.03.2014.

¹⁴⁵ М. Љубић, “Примена Базелског споразума за међународне стандарде капитала на банкарско тржиште Србије”, *Финансије*, бр.1-6/2009, 204-205. В.Ф.С. Hsu, D. Arner, F. Pretorius, “Beyond the Basel Accord: Should the Capital Adequacy Ratio Take Account of the Real Estate Environment in the Hong Kong Sar?”, *The Banking Law Journal*, Vol.124, No.4/2007, 297-298

нових финансијских деривата, указала је на превазиђену једноставност Базелског споразума, што је навело 1999. године Базелски комитет за надгледање банака да изради нови документ о међународним стандардима капитала.

3.1.2 Базелски споразум II

Непуних пет година било је потребно од креирања новог Оквира за мерење примерености капитала банака, до њене реализације. Јуна 2004. године Базелски комитет за надзор над банкама усвојио је коначну верзију документа под именом Међународна мерења капитала и стандарди о капиталу – Ревидирани оквир (*International Convergence of Capital Standards – A Revised Framework*), познатији као Базелски споразум II.¹⁴⁶

Државе чланице ЕУ унеле су Базелски споразум II у своја законодавства путем европских законских прописа, односно директива. Како би се постигла уједначеност између различитих законодавстава ЕУ и новоусвојеног Базелског споразума, Европски парламент је 2006. године усвојио Директиву о примерености капитала инвестиционих друштава и кредитних институција (*Capital Adequacy Directive – CAD III*), којом су поред банака обухваћена и брокерско-дилерска друштва.¹⁴⁷ Основни циљ усвајања Директиве био је да се обезбеди одговарајућа примена Базелског споразума II на тржишту ЕУ, како би захтеви за примереношћу капитала били много реалнији у односу на потенцијалне ризике и омогућили финансијским институцијама са већом осетљивошћу на ризике увођење виших стандарда у управљању ризицима.¹⁴⁸

Круцијални допринос креирању оквира за примену Базела II дало је Европско банкарско удружење (*European Banking Federation*), које је означило пет стратешких циљева које је требало постићи Директивом: 1) широка примена – на сва инвестициона друштва и кредитне институције у ЕУ, без обзира на сложеност и величину; 2) флексибилност оквира у контексту измене Директиве у кратком року, а у складу са

¹⁴⁶ В. Матић, “Базелски споразум II”, *Банкарство*, бр.7-8/2009, 116.

¹⁴⁷ Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions, O.J.L. 177/201.

¹⁴⁸ В. Матић, “Базелски споразум II – финансијска плетисанка дал’ од јаве ил’ од сна”, *Банкарство*, бр.1-2/2007, 8.

потребама динамичног развоја делатности; 3) паралелна примена са Базелом II; 4) конзистентност у примени, као и усаглашеност надзорне функције; 5) дефинисана подела одговорности између домаћих надзорника и надзорника из земље порекла.¹⁴⁹

Самостална примена Базелског споразума II у земљама ЕУ отпочела је 01.01.2007. године. Иако је првобитно планирана паралелна примена Базела II и у САД, Надзорна агенција САД донела је одлуку да се одложи примена до 2009. године, како би се на одговарајући начин размотрила примена Базела II на економију земље и висину регулаторног капитала институција. Ова одлука донекле је утемељена и на политичком притиску, који је уследио након резултата примене Квантитативне студије изводљивости у САД-у, која је указала на велику неусаглашеност у потребном нивоу капитала и портфеља у финансијским институцијама.¹⁵⁰

Нагласак Базелског споразума II је на свеобухватној регулативи ризика, њиховом методолошком мерењу, појачаној контроли у националним оквирима, транспарентности у раду.¹⁵¹ Кључна карактеристика Базела II јесте његова структура која се темељи на три стуба (*Pillar*): минимални захтеви за капиталом; спровођење надзора над примереношћу капитала и тржишна дисциплина.

Стубом 1, минимални капитални захтеви, дефинисана су правила за израчунавање кредитног, тржишног и оперативног ризика, који је први пут уведен овим споразумом. Повишена осетљивост на ризик финансијских институција, као и неадекватан начин мерења ризика, утицао је на то да Базелски комитет понуди више опција за управљање кредитним, тржишним и оперативним ризиком – поред стандардизованих и нове приступе засноване на интерним рејтинзима (*Internal Ratings Based Approach – IRB*). Базел II одражава текућу дефиницију капитала, као и минимални захтев од 8% вредности капитала подложног ризику, уведен Базелом I.¹⁵²

Други стуб се односи на спровођење надзора над пословањем финансијских институција. Од трговаца вредносницама се захтева да изврше процену капитала према

¹⁴⁹ *Ibid.*, 10.

¹⁵⁰ *Ibid.*, 12.

¹⁵¹ М. Дукић-Мијатовић, 155.

¹⁵² В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, Стубови културе, Београд 2008, 32.

ризичном профилу, док су контролори дужни да преиспитају те процене и уколико је потребно предузму мере у складу са својим овлашћењима.¹⁵³

Трећи стуб регулише тржишну дисциплину и заснива се на објављивању информација у јавности о пословању банака и брокерско-дилерских друштава, преузетим ризицима и коришћеним методологијама, укључујући и податке о структури капитала, његовој примерености.¹⁵⁴

Овако постављен концепт представља напуштање приступа инаугурисаног Базелом I да једна мера одговара свима и даје прилику финансијским институцијама да у зависности од висине ризика, самостално утврде висину потребног капитала. Такође, Базелски споразум II успоставља критеријуме за признавање преноса и ублажавање ризика коришћењем кредитних деривата, одобрава посебан третман секјуритизоване активе у односу на могућу изложеност кредитном ризику.¹⁵⁵

Развојем Базелског споразума II, постојећи регулаторни оквир је покушао да смањи јаз између стално растућих ризика и регулаторних принципа пословања. Међутим, *Subprime* криза демонстрирала је да су технике управљања ризицима и сувише сложене, а спровођење контроле над пословањем банака и брокерско-дилерских друштава неадекватна, праћена порастом неизвесности у окружењу.¹⁵⁶

Значајан пропуст Базела II огледао се у неодговарајућем успостављању динамичних веза између монетарне и надзорне политике. Док се посао централних банака односио на обезбеђење макро стабилности и пружање услуге зајмодавца последње инстанце, органи надзора на тржишту капитала су били надлежни за спровођење превентивне регулације и очување финансијске стабилности. Постојећа регулатива их није обавезала на чвршћу међусобну сарадњу, што је један од узрока глобалне финансијске кризе. Недовољна посвећеност монетарних власти у односу на примену њихових мера на финансијска збивања, као и надзорника у односу на макродинамику, допринело је развоју кризе.¹⁵⁷

¹⁵³ J.M. Roldan, "Basel II – an opportunity for convergence in the EU", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 1/2006, 26.

¹⁵⁴ A. McKnight, "Basel 2: the implementation in the UK of its capital requirements for banks", *Law and Financial Markets Review*, 4/2007, 330, S. Amediku, Was Basel III necessary and will it bring about prudent risk management in banking?, 7, <http://www.ssrn.com/abstract=1769822>, 19.02.2014.

¹⁵⁵ В. Матић, "Базелски споразум II", 118.

¹⁵⁶ В. Тодоровић, 222.

¹⁵⁷ *Ibid.*, 223.

На основу претходно изложеног може се закључити да је актуелна ситуација на финансијском тржишту захтевала спровођење ревизије и реформу дотадашњег регулаторног окружења. Светска финансијска криза актуелизовала је значајне пропусте Базела II. Као резултат свега, Базелски комитет за надгледање банака изашао је са предлогом за реформу Базела II, како би могао да се носи са потенцијалном будућом кризом величине светске финансијске кризе. Децембра 2009. године, Базелски комитет је објавио два консултативна документа: Јачање отпорности банкарског сектора (*Strengthening the Resilience of the Banking Sector*) и Међународни оквир за праћење мерења ризика ликвидности и стандарди (*International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*). Поменути предлози и препоруке чине Базел III, иако то није званични назив Базелског комитета.¹⁵⁸

3.1.3 Базел III

Након низа усвојених смерница и препорука, Базелски комитет за надзор над банкама објавио је на самиту у Сеулу 12. септембра 2010. године глобалне минималне капиталне захтеве за банке, познатије као Базел III. Интересантно је да је Базел III донет на другу годишњицу колапса једне од најстаријих инвестиционих банака, Леман Брадерс (*Lehman Brothers*), чије је банкротство уздрмало не само амерички већ и светски финансијски систем.¹⁵⁹ Треба споменути да је регулаторне стандарде Базела III развила глобална заједница 27 јурисдикција чланова Базелског комитета коју представљају 44 централне банке и надзорне власти на тржишту вредносница.¹⁶⁰

Иако је Базел III пројектован како би решио слабости актуелне финансијске кризе, кључни циљ Базелског комитета био је припремање банака, инвестиционих друштава, као и финансијског система за наредну кризу. Комбинација глобализације и финансијских иновација значи да је свим земљама неопходно да поседују више

¹⁵⁸ I. Moosa, "Basel II to Basel III: a great leap forward?", *Managing Risk in the Financial System* (eds. J.R. LaBrosse, R. Olivares-Caminal, D. Singh), Edward Elgar, Cheltenham – Northampton 2011, 374.

¹⁵⁹ G.A. Walker, "Capital and liquidity reform – a new global agenda", *Managing Risk in the Financial System* (eds. J.R. LaBrosse, R. Olivares-Caminal, D. Singh), Edward Elgar, Cheltenham – Northampton 2011, 351.

¹⁶⁰ J. Caruana, "Базел III: према сигурнијем финансијском систему", *Банкарство*, бр.9-10/2010, 100.

ублаживаче капитала и ликвидности, како би се финансијски систем и економија заштитили од неочекиваних ризика.¹⁶¹

Развијање и усвајање Базела III спроведено је на свеобухватан, информисан и опсежан начин. Базел III представља ревидирана правила Базела II уз истовремено јачање надзорних овлашћења. Од круцијалног значаја за надзорнике је да буду “испред кривине”, односно да имају проактиван, а не реактиван приступ. Акценат новог споразума је на регулисању капитала високог квалитета. Снажно регулисање капитала омогућава потребне подстицаје и ограничава трговце вредносницама да преузимају ризик. Међутим снажну капиталну основу мора да прати ваљана покривеност ризиком.¹⁶²

Снажан капитал и свеобухватна покривеност ризика нису супервизорски сребрни меци, који могу покрити недостатке управљања ризиком или супститути за ефикасну тржишну дисциплину. Базелски комитет је преко три стуба Базела II, ударио темеље за регулаторни модел који промовише стабилност кредитних институција и инвестиционих друштава. Базел III представља његов наставак, али са критичким додацима, попут коефицијента леверица, рација ликвидности.¹⁶³

Стандардима о капиталу садржаним у Базелу III, Базелски комитет омогућава снажније подстицаје финансијском сектору, као и националним контролорима да превентивно раде на јачању финансијске стабилности. Измене у концепту капитала инкорпорисане у Базелу III наспрам Базела II су и квантитативне и квалитативне природе, у контексту прецизне и дефинисане улоге и значаја појединих категорија капитала када је у питању изложеност ризику и њихова улога заштите од губитака.¹⁶⁴

Измењени концепт капитала у Базелу III у односу на претходни Базел II огледа се у: промени структуре Нивоа 1 и Нивоа 2 капитала; укидању Нивоа 3 капитала као покрића за тржишне ризике; повећаним капиталним захтевима; увођење нових категорија капитала – ублаживача контрацикличног капитала и ублаживача конзервације капитала. Ниво 1 (*Tier 1 – going concern capital*) чине: обични

¹⁶¹ N. Wellink, “Basel III and beyond”, *Банкарство*, бр.1-2/2011, 104, F. Laurens, Basel III and prudent risk management in banking: continuing the cycle of fixing past crises, 6, <http://www.ssrn.com/abstract=2101564>, 16.11.2013.

¹⁶² N. Wellink, “Basel III: A roadmap to better banking regulation and supervision”, *Банкарство*, бр.5-6/2011, 112.

¹⁶³ *Ibid.*, 114.

¹⁶⁴ В. Матић, “Базел III – измењени концепт капитала”, *Банкарство*, бр.7-8/2011, 172.

акционарски капитал (*Common Equity Tier 1*) и додатни капитал (*Additional Tier 1*).¹⁶⁵ Базелом III подигнут је ниво и квалитет капитала. Основни капитал трговаца износи најмање 7% од ризиком пондерисане активе.¹⁶⁶ У овај постотак укључен је ублаживач конзервације капитала у износу од 2,5%, који се може искористити за апсорбовање губитака током периода стреса без силажења испод захтева за минимумом капитала. Међу побољшањима код обухватања ризика на страни активе, појачан је третман ризика повезаних са секјуритизацијом и кредитним линијама за ванредну ситуацију.¹⁶⁷

Још један важан сегмент новог капиталног оквира представља тзв. “макропревентивни плашт” за решавање системског ризика, који може дестабилизovati макроекономију. Базелски комитет настоји да смањи процикличност, односно тенденцију финансијског система да појачава успоне и падове реалне економије. Основни елемент за сузбијање процикличности јесте контрациклични капитални ублаживач, који је калибриран у распону између 0-2,5%.¹⁶⁸

У циљу да употпуни принципе и додатно ојача оквир за управљање ризиком ликвидности, Базелски комитет је формулисао Међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности, стандарде и мониторинг.¹⁶⁹ Усвојена су два минимална стандарда за мерење изложености ризику ликвидности: Показатељ покрића ликвидности (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*) и Показатељ стабилног нето финансирања (*Net Stable Funding Ratio – NSFR*). Показатељ покрића ликвидности има за циљ решавање краткорочних шокова ликвидности, у смислу да се трговцима

¹⁶⁵ *Ibid.*, 174. M. Nicolaides, J.P. Sweny, “Making Increased Costs Claims Under Basel III: Working with the Loan Market Association Provisions”, *The Banking Law Journal*, Vol.128, No.2/2011, 131-132.

¹⁶⁶ Иако је Базел III усвојен као глобални капитални оквир, Базелски комитет за надгледање банака није узимао у обзир специфичности пословања исламских банака, које су такође прихватиле Базел III. Тако је и сама структура ризиком пондерисане активе незнатно другачија у односу на конвенционалне банке. Основни капитал исламских банака састоји се из три извора средстава: сопствени капитал, депозити по виђењу и добит остварена по инвестицијама, која је подељена у две категорије – неограничени рачуни инвестиција, по којима банка има потпуно дискреционо право у начину на који инвестира и ограничени рачуни инвестиција према којима власници тих рачуна уговором са банком дефинишу начине како ће се инвестирати њихова средства. A. Boumediene, Basel III: Relevance for Islamic Banks, 1-3, <http://www.ssrn.com/abstract=1852205>, 30.01.2014. О начинима пословања исламских банака видети: A. Лекпек, “Исламски банкарски уговори”, *Анали Правног факултета у Београду*, бр.1/2013, 299-313, A.K. Aldohni, *The Legal and Regulatory Aspects of Islamic Banking*, Routledge, London – New York 2011, 178-182.

¹⁶⁷ J. Caruana, “Реформа регулативе: преостали изазови”, *Банкарство*, бр.7-8/2011, 148, P. Delimatsis, Financial Innovation and Prudential Regulation – The New Basel III Rules, 12 <http://www.ssrn.com/abstract=2044694>, 10.12.2013.

¹⁶⁸ J. Caruana, “Базел III: према сигурнијем финансијском систему”, 104, M. Ojo, Basel III and Responding to the Recent Financial Crisis: Progress made by the Basel Committee in relation to the Need for Increased Bank Capital and Increased Quality of Loss Absorbing Capital, 7, <http://www.ssrn.com/abstract=1680886>, 20.02.2014.

¹⁶⁹ Basel Committee for Banking Supervision, *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, Bank for International Settlements, Basel 2010.

обезбеди довољан ниво високо ликвидне aktive, која би требало да им омогући преживљавање стресног сценарија ликвидности, од највише 30 дана.¹⁷⁰ Показатељ стабилног нето финансирања је усмерен на стресове у нешто дужем периоду. Сврха његовог увођења јесте обезбеђење минималног износа стабилних извора финансирања трговаца у односу на профиле ликвидности aktive, као и потенцијал ликвидних средстава за неочекиване потребе које настају из ванбилансних обавеза, у периоду од годину дана.¹⁷¹

Базел III представља значајан искорак у унапређењу отпорности и солидности глобално системски значајних финансијских институција (*global systemically important financial institutions – G-SIFI*). Међутим, то не решава у потпуности екстерне ефекте и ефекте преливања које те фирме намећу.¹⁷² Разлог за усвајање додатних мера, укључујући већи капацитет апсорпције губитака за G-SIFI, утемељен је на негативним екстерналијама које оне креирају и која досадашња политика регулатора не покрива у целини. Базелски комитет и Одбор за финансијску стабилност развили су оквир за G-SIFI који обухвата три компоненте: већу апсорпцију губитака, интензивнију контролу и снажнију реорганизацију. Компоненте се међусобно допуњују и усмерене су на заједнички скуп циљева. Како поремећаји и банкротства великих финансијских институција могу утицати на поремећаје других институција, настоји се умањити вероватноћа банкрота инсистирањем на томе да те институције имају више капитала за апсорбовање ризика и јачањем способности надзорника да на време уоче могуће проблеме.¹⁷³ Дана 04. новембра 2011. године, Базелски комитет је издао финална правила за глобалне системски значајне банке (*global systemically important banks – G-SIB*). Поменута правила припремају се и за друге, небанкарске институције попут инвестиционих друштава, осигуравајућих друштава, управитеља aktive, све у циљу јачања регулативе и контроле ових субјеката. Међутим, главни принцип је исти као и за банке: ризици које потенцијално представљају поменуте институције за

¹⁷⁰ В. Матић, “Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности”, *Банкарство*, бр.2/2012, 128-133, М. Ојо, Preparing for Basel IV (Whilst Commending Basel III): Why Liquidity Risks Still Present a Challenge to Regulators in Prudential Supervision (Part II), 9, <http://www.ssrn.com/abstract=1732304>, 20.02.2014.

¹⁷¹ В. Матић, “Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (2)”, *Банкарство*, бр.3/2012, 122.

¹⁷² N. Wellink, “Basel III: A roadmap to better banking regulation and supervision”, 116.

¹⁷³ J. Caruana, “Реформе регулативе: преостали изазови”, 154.

финансијски систем траже интензивну контролу, већу апсорпцију губитака и мере за смањење вероватноће и утицаја поремећаја или банкротства.¹⁷⁴

Европско законодавство инкорпорисало је поменуте стандарде Базела III о примерености капитала и ликвидности у Директиву о приступању делатности кредитних институција и бонитетном надзору над кредитним институцијама и инвестиционим друштвима из 2013. године.¹⁷⁵

Упоредо са усвајањем и имплементацијом Базела III, у САД као реакција на дотадашњу финансијску кризу, 21. јула 2010. године усвојен је Дод-Френков закон (*The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) – Закон о реформи Волстрита и заштити корисника финансијских услуга у САД. Законом је уређено неколико важних области.¹⁷⁶ Као прво, планирано је оснивање независног тела ради заштите потрошача од превара у финансијском сектору, ваљаним информисањем. Даље, оснивање савета за идентификацију и праћење системског ризика, изазваног од стране великих банака, брокерско-дилерских друштава, како би се спречило угрожавање целокупне економије. Законом су предвиђена оштрија правила по питању одговорности и транспарентности кредитних рејтинг агенција, како би се заштитили инвеститори и њихово пословање. Такође, Дод-Френков закон даје већа надзорна овлашћења регулаторним телима у сузбијању финансијских малверзација, сукоба интереса, као и строжије регулисање финансијских деривата.¹⁷⁷

Узимајући у обзир високо постављене захтеве у погледу капитала и ликвидности, Базелски комитет за надзор над банкама одредио је дуже прелазне аранжмане приликом увођења нових стандарда, како би се отклониле ненамераване последице. Прелазни периоди треба да омогуће банкама и брокерско-дилерским друштвима адекватан временски простор да на нове стандарде пређу на начин који је конзистентан са економским опоравком, при чему се поваћава заштита система од економских или

¹⁷⁴ J. Caruana, "Изградња отпорног финансијског система", *Банкарство*, бр.2/2012, 100.

¹⁷⁵ 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, O.J.L 176/338, даље Директива о адекватности капитала.

¹⁷⁶ В. Врачарић, "Волкерово правило: Нова верзија Глас-Стигл закона?", *Право и привреда*, бр.4-6/2012, 411, М. Ојо, Harmonising Basel III and the Dodd Frank Act, 3, <http://www.ssrn.com/abstract=1974533>, 22.02.2014.

¹⁷⁷ E.M. Thomson, Dodd-Frank and Basel III's Skin in the Game Divergence and Why it is Good for the International Banking System, 10, <http://www.ssrn.com/abstract=1783768>, 19.02.2014.

финансијских шокова.¹⁷⁸ Почетак увођења Базел III стандарда у земљама чланицама ЕУ предвиђен је за 2013. годину, уз постепену примену и прелазне рокове закључно са 2019. годином.¹⁷⁹

3.2 Друге значајне међународне финансијске институције

3.2.1 Форум за финансијску стабилност

Форум за финансијску стабилност (*Financial Stability Forum – FSF*) основан је фебруара 1999. године од стране земаља Групе 7, у циљу јачања међународне финансијске стабилности кроз размену информација и међународне координације у спровођењу контроле финансијског сектора. Његово чланство чине по три представника из сваке земље Групе 7 – представници министарства финансија, гувернери централних банака и шефови надзорних агенција на тржишту хартија од вредности. Форум такође окупља представнике других агенција и међународних тела попут ММФ, Светске банке и Организације за економску сарадњу и развој. Предност овог Форума је што окупља политичаре, гувернере банака, регулаторе, чиме је обухваћен целокупни финансијски систем од тржишта хартија од вредности, банкарства и осигурања.¹⁸⁰

Форум координира настојања ових тела како би обезбедио финансијску стабилност, побољшао функционисање тржишта и смањио могућност појаве системског ризика. Форум је објавио збирку од дванаест стандарда (*Compendium of Standards*), која обухвата економске и финансијске стандарде који су прихваћени на међународном нивоу као основ сигурног и стабилног функционисања финансијског сектора.¹⁸¹

¹⁷⁸ Д. Вуковић, “Базел III – ненамеравање последице”, *Банкарство*, бр.2/2012, 26.

¹⁷⁹ Занимљиво је да је након кризе 1998. године, која је урушила финансијски систем, Русија почела са увођењем Базелских споразума. Имплементација Базела III планирана је за 01. јануар 2014. године, али само по питању капиталних захтева. Усвајање стандарда ликвидности, који чине језгро новог Базелског споразума, за сада нису у плану. Разлог због којег Национална банка Русије избегава увођење стандарда ликвидности јесте неадекватна структура портфолија руских банака. D. Valko, Russian banking system: a Basel II – like approach in a Basel – III framework, 1, <http://www.ssrn.com/abstract=2346120>, 22.02.2014.

¹⁸⁰ P. Wood, 347.

¹⁸¹ Т. Јованић, 205.

У будућности се очекује да се Форум појави као “четврти стуб” стабилности међународног финансијског система, заједно са ММФ-ом, Светском банком и Светском трговинском организацијом, и да функционише као систем за рано упозоравање на потенцијално наилажење финансијске кризе. На Самиту у Лондону, лидери Г20 проширили су мандат Форуму, проширујући његово чланство на представнике земаља у развоју у циљу одржавања финансијске стабилности.¹⁸²

3.2.2 Група 30 – финансијски извештаји

Група 30 објавила је извештај “*Финансијска реформа – оквир за финансијску стабилност*” јануара 2009. године. Претходно је током 2008. године основан управни комитет, чији је циљ редефинисање обима превентивне регулације, реформа регулационе структуре, рачуноводствених стандарда, јачање управљања ризицима, обезбеђивање транспарентности финансијских институција. Извештај садржи 18 препорука које се односе на превентивну регулацију, међународну сарадњу, стандарде управљања и транспарентност.¹⁸³

3.2.3 Група за финансијски надзор ЕУ – Де Ларозијерова група

Фебруара 2009. године, Ларозијерова група објавила је извештај “*Високи стандарди финансијске супервизије*” (*High-Level Group on Financial Supervision*). Сврха извештаја је да установи оквир за усавршавање регулативе, оснаживање међусобне сарадње и регулисање системског ризика.¹⁸⁴ У извештају је истакнуто да дотадашњи начин регулативе није омогућавао решавање системског ризика, с обзиром да је био у надлежности држава чланица. Јединствено финансијско тржиште ЕУ није имало јединственог регулатора, те није ни била могућа ефикасна свеобухватна контрола и надзор над финансијским институцијама са значајним обимом прекограничног

¹⁸² С. Бунчић, 295-296.

¹⁸³ G.A. Walker, “The Global Credit Crisis and Regulatory Reform”, *The Future of Financial Regulation* (eds. I.G. MacNeil, J. O’Brien), Hart Publishing, Oxford - Portland 2010, 194.

¹⁸⁴ *Ibid.*, 195.

пословања. Осим тога, нису били развијени механизми за рано упозорење на системски ризик, као и непостојање одговарајуће координације регулаторних тела на нивоу Европске уније. Препорукама Ларозијерове групе креирана је нова структура надзора на нивоу ЕУ. Предложено је оснивање Европског одбора за системски ризик, као макро-превентивног регулатора и Европског система за финансијски надзор, као микро-превентивног регулаторног тела.¹⁸⁵

3.2.4 Међународна организација комисија за хартије од вредности

Глобализација тржишта капитала изнедрила је потребу за јединственим начином регулисања националних тржишта. Велики допринос у унификацији регулације тржишта капитала има Међународна организација комисија за хартије од вредности (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) која је основана у Мадриду 1983. године, трансформацијом дотадашње интер-америчке асоцијације комисија за хартије од вредности, која је била основана 1974. године. 2004. године IOSCO је имао 181 земљу чланицу, које својом делатношћу покривају више од 90% светског тржишта капитала. Чланице су националне комисије за хартије од вредности, фјучерсе и опције.¹⁸⁶

Два круцијална документа које је Међународна организација комисија за хартије од вредности усвојила су: *Циљеви и принципи регулисања тржишта хартија од вредности* из 1998. године, који представљају основне стандарде за уређење националних тржишта и *Меморандум о разумевању* из 2002. године, као мултилатерални документ који треба да пружи размену информација и искустава националних комисија.¹⁸⁷

Чланством у Међународној организацији комисија за хартије од вредности, чланице се обавезују да: 1) сарађују у промовисању високих стандарда регулације како би се обезбедило поштено, ефикасно и транспарентно тржиште; 2) размењују информације у циљу развоја националних тржишта; 3) успоставе стандарде и ваљану контролу над

¹⁸⁵ Б. Васиљевић, Р. Радосављевић, “Финансијска интеграција Европске уније и регулисање системског ризика”, *Право и привреда*, бр.4-6/2012, 311-312.

¹⁸⁶ Р. Wood, 347.

¹⁸⁷ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 59.

међународним трансакцијама; 4) пруже узајамну помоћ у заштити интегритета тржишта и смањењу системског ризика. Комисија за хартије од вредности Републике Србије примљена је у пуноправно чланство на Истанбулској конференцији 2002. године.¹⁸⁸

3.3 Домаћа регулатива: супсидијарни извори банкарског права

Правна регулатива ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности на међународном нивоу је у сталном развоју и напредовању, што је до сада и приказано. Основни правни извори који садрже релевантне норме којима се уређује питање ограничености ризика у пословању учесника берзанске трговине у правном систему Републике Србије су закони и подзаконски акти. Кључни закон који уређује поменућу област јесте Закон о тржишту капитала из 2011. године. Осим закона, значајни су правилници и одлуке које доноси Комисија за хартије од вредности.

Поред поменутог закона, као супсидијарни извори користе се правила банкарског права, пре свега Закон о банкама из 2005. године, као и бројни подзаконски акти Народне банке Србије, којима се уређују питања примерености капитала, идентификација, праћење и управљање ризицима.¹⁸⁹

Услед економске изолације и санкција током деведесетих година 20. века, домаће законодавство је завршило са усвајањем Базелског споразума I тек 2002. године. Имплементација Базела II у Закону о банкама првенствено се огледа кроз регулативу минималне адекватности капитала банака у односу на ризиком пондерисану активу од 8%, праву националних контролора да утврђени квантитативни стандард ускладе селективно у односу на поједине банке, по први пут регулисање оперативног ризика, као и регулативу контроле, коју спроводи Народна банка Србије.¹⁹⁰ И Закон о тржишту капитала као *sedes materiae* за брокерско-дилерска друштва усвојио је одредбе Базела II

¹⁸⁸ В. Дугалић, М. Штимац, 107.

¹⁸⁹ Одлука о адекватности капитала банке, *Службени гласник РС*, бр.57/2006; Одлука о начину и условима идентификације и праћења ризика усклађености пословања банке и управљања тим ризиком, *Службени гласник РС*, бр.57/2006; Одлука о управљању ризицима, *Службени гласник РС*, бр.57/2006; Одлука о минималној садржини процедуре “упознај свог клијента”, *Службени гласник РС*, бр.57/2006.

¹⁹⁰ М. Дукић-Мијатовић, 156.

и Директиве о капиталним захтевима у погледу примерености капитала, ликвидности и управљању ризицима.¹⁹¹

Директна имплементација другог стуба Базела II примењује се у одредбама Закона о банкама којима се обезбеђује примерен ниво капитала банака, као и унапређење праксе за контролу и управљање ризицима. Банка је обавезна да образује кредитни одбор, одбор за праћење пословања банке (одбор за ревизију) и одбор за управљање активом и пасивом.¹⁹² Осим наведених органа банке, који се баве контролом ризика, ради стварања услова за идентификацију, праћење и управљање ризиком, банка је обавезна да образује посебну организациону јединицу са *compliance* функцијом.¹⁹³ Насупрот поменутиим одборима за управљање ризицима у пословању банке у чијем је центру превентивна регулација, основни задатак *compliance* функције је да омогући усклађеност пословања банке са правилима и стандардима доброг поступања према клијентима банке, како би се заштитили интереси клијената, испоштовале професионалне обавезе банке и смањила могућа одговорност банке за неусклађеност пословања банке и настанак репутационог ризика.¹⁹⁴

Директна примена трећег стуба Базела II примењује се у одредбама Закона о банкама, којима се регулише контролна функција Народне банке Србије, као и поступци објављивања квалитативних и квантитативних података о преузетим ризицима и методологијама.¹⁹⁵ Законом о тржишту капитала Комисија за хартије од вредности је овлашћена за спровођење надзора над пословањем брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака.¹⁹⁶

Када је посреди увођење Базел III стандарда, на овом пољу до сада није много тога урађено. Народна банка Србије предвидела је усвајање Стратегије за имплементацију Базел III стандарда. С друге стране, када је у питању регулисање пословања брокерско-дилерских друштава, у Закону о тржишту капитала запажамо само поједине одредбе Базела III и директива ЕУ, на шта ћемо указати у даљем истраживању. Уколико се узме у обзир недовољно развијено домаће финансијско тржиште, неконзистентна примена

¹⁹¹ ЗТК, чл. 186-199.

¹⁹² Закон о банкама, *Службени гласник РС*, бр.107/2005, чл. 79.

¹⁹³ М. Дукић-Мијатовић, 158.

¹⁹⁴ Т. Јованић, "Compliance функција у банкама из угла регулаторног привредног права", *Право и привреда*, бр.5-8/2009, 161.

¹⁹⁵ Закон о банкама, чл. 102-109.

¹⁹⁶ ЗТК, чл. 263-278.

међународно прихваћених стандарда, недовољна транспарентност у пословању, регулаторна тела у Србији сусрећу се са великим изазовима приликом увођења принципа Базела III и директива ЕУ.

ДЕО III

ПОСЛОВАЊЕ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

Глава 4.

ПОЈАМ ПОСЛОВАЊА ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

4.1 Појам ризика у пословању инвестиционих друштава

У најширем и најопштијем појмовном одређењу, ризик се дефинише као могућност изазивања штете или губитка, односно фактор, ствар, елемент или курс који укључује неизвесност и опасност. Међутим, ризик је променљива категорија и варира у зависности од сегмента људског живота и делатности, те се различито дефинише и вреднује.¹⁹⁷ Интернационални стандард ISO 31000:2009 дефинише ризик као ефекат неизвесности на циљеве, при чему укључује и позитиван и негативан утицај на реализовање циљева. Са временског аспекта, ризик представља проблеме у будућности који се могу избећи или ублажити, насупрот садашњим на које се мора одмах реаговати.¹⁹⁸

И сама етимологија појма ризика је занимљива. У античкој Грчкој појам ризик је имао значење камен, корен. Слично значење имао је и у латинском (*riscus*) – стена. У изворном значењу, појам ризика први пут се употребљава у Хомеровом епу “Одисеја”, означавајући пловидбу по непознатим морима. У овом контексту, појам ризика је преко шпанских и португалских морепловаца прихваћен у европским земљама и културама, развијајући се упоредо са друштвеним, културним и научним напретком.¹⁹⁹

¹⁹⁷ Ризик је попут камелеона. Одређена средства постају ризичнија, иако су претходно сматрана сигурним. Иста ствар за једног власника може бити безбедна, док за другог може бити ризична, услед различитих циљева за које се користе. А. Persaud, “Basel III: a welcome start, but much more to be done”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.25, No.11/2010, 651.

¹⁹⁸ М. Јовановић, “Појам ризика и управљање ризиком у економији”, *Правно-Економски Погледи*, бр.3/2011, 2.

¹⁹⁹ Појам ризика је заинтересовао велики број научника и теоретичара који су се бавили њиме још од периода ренесансе, па све до данашњих дана. Тако је монах Лука Пацоли поставио темељ теорији вероватноће, која уједно представља суштину математичког концепта ризика. Математичар Јакоб

Поједини аутори дефинишу ризик као неизвесност која се може квалитативно дефинисати и квантитативно израчунати. Према томе, ризик карактеришу следећа обележја: присуство неизвесности у резултатима деловања односно непоступања, могући исходи су познати, могућност процене вероватноће свих исхода.²⁰⁰

Пословни ризик може се дефинисати као неизвесност или несигурност остварења очекиваног исхода одређене пословне, односно финансијске активности. Овако дефинисан појам ризика има негативне последице, те стога економисти и финансијски аналитичари испољавају одређен степен аверзије према ризику у пословним и финансијским трансакцијама и теже његовом елиминисању или минимизирању.²⁰¹

Према Најту, ризик јесте могућност одступања очекиваног исхода одређене активности, чија је вероватноћа мерљива. То би значило да овлашћена банка односно брокерско-дилерско друштво као тржишни субјекти, морају водити рачуна о могућностима наступања неповољних последица својих активности, да би опстали на тржишту. Ако би наступиле околности које доносе ризик, они морају поседовати механизме за његов пренос, трговину, елиминацију или апсорпцију, како би наставили са даљим пословањем. Ризик из банкарског односно берзанског пословања преузимају оснивачи банке, односно брокерско-дилерског друштва сразмерно свом учешћу у капиталу. Али, одређен степен ризика преузимају и други носиоци интереса везаних за њихово пословање (*stakeholders*): депоненти, кредитори, одбори директора, држава.²⁰²

Узимајући у обзир особеност пословања брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака, може се закључити да је ризик изузетно изражена категорија у њиховом пословању. Како инвестициона друштва послују по начелима рентабилности, солвентности и ликвидности, очекивано је да произлази и ризичан карактер њиховог пословања. Свака неизвесност и неочекивано дешавање у појединим пословним

Бернули истицао је да је употреба теорије вероватноће ограничена искључиво на игру случаја. Колико год да је људска потреба за ризиком велика, исто толико је велика потреба за контролом и мерењем ризика. Џон Мајнард Кејнс је у модерну економску теорију унео нов став према ризику. Према Кејнзу, ризик је неизбежан у сваком сегменту људске делатности, баш као и неизвесност која је нераздвојива од ризика и у извесном смислу представља апсолутну вредност. Међутим, изложеност ризику је могуће контролисати. То је променљива која утиче на ниво ризика. М. Јовановић, 2-4.

²⁰⁰ М. Sakovich, Asset-liability management in banking as an instrument for minimization of expenses in the implementation of Basel III requirements, Zurich University, 2, <http://www.ssrn.com/abstract=2189606>, 03.02.2014.

²⁰¹ Р. Божић, “Анализа пословања банака”, *Финансије*, бр.9-10/2001, 781. С. Орсаг, Л. Деди, *Тржиште капитала*, Alka script, Загреб 2014, 43.

²⁰² Б. Васиљевић, “Финансијске кризе и резистентност банкарских система”, *Право и привреда*, бр.4-6/2011, 555.

активностима инвестиционих друштава може се дефинисати као ризик. У савременим условима, услед изузетно динамичних промена у окружењу или економској средини у којој инвестициона друштва послују, за очекивати је повећану изложеност ризику.²⁰³

Да би указао на разлику између интерних и екстерних фактора ризика, Микдаши је ризике којима су изложена инвестициона друштва сликовито приказао “универзумом ризика”. Категорије ризика које су разврстане у групе А, Б, Ц и Д представљају ризике на нивоу инвестиционих друштава, који су под директном контролом чланова управе (изложеност, концентрација ризика, кредитни, правни, оперативни, репутациони ризик, ризик друге уговорне стране итд.). Други сегмент ризика чине категорије обележене као Е и Ф, и оне обухватају екстерне факторе ризика (системски ризик, економски шокови, друштвено-политичко насиље, ратни сукоби, корупција, природне катастрофе итд.). С обзиром да је примарни циљ инвестиционих друштава максимизирање профита, ризици у пословању морају се држати под контролом. То се односи како на интерне факторе ризика, тако и на екстерне.²⁰⁴

У принципу инвестициона друштва нису коцкари и теже да избегну повећани ризик. Међутим, упуштањем у ризичне подухвате они очекују адекватну накнаду, односно премију за ризик која улази у тржишну цену и мења услове размене. Ризик од обављања тржишне размене се повећава уколико трговци хартијама од вредности немају одговарајуће информације о свему што се догађа на тржишту. Тржишне цене представљају сигнале на основу којих се доносе пословне одлуке. Али проблем није у томе што ти сигнали могу бити искривљени и што не осликавају стварно стање на тржишту, већ и у томе што трговци вредносницама нису увек у могућности да дођу до потпуног сазнања шта се дешава са ценама и условима размене на тржишту.²⁰⁵

Сходно томе, управа брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака треба да разматра све ризике са којима се суочава током пословања, као и да идентификује главне интерне и екстерне ризике који могу утицати на способност реализовања задатих циљева пословања. Стога, једна од основних обавеза управе јесте да информише јавност о начинима управљања тим ризицима, што је предвиђено и

²⁰³ М. Иваниш, “Ризици у банкарском пословању”, *Правно-Економски Погледи*, бр.3/2012, 2.

²⁰⁴ Т. Јованић, 56.

²⁰⁵ М. Лабус, *Основи економије*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2006, 382.

Директивом о транспарентности.²⁰⁶ Разлог због којег је управа инвестиционих друштава обавезна да извештава о управљању ризицима јесте тај што се чланови управе једини налази у позицији да располажу свим ваљаним информацијама о постојећим и потенцијалним ризицима у пословању друштва. Сврха извештавања о ризицима је сагледавање на који начин је установљен контролни систем у инвестиционим друштвима и да ли је и како обезбеђена независност контролног система. Сем тога, на овај начин се штите и улагачи од могућих злоупотреба и опасности којима су изложена њихова улагања.²⁰⁷

4.2 Узроци настанка ризика у пословању инвестиционих друштава

Узроци појаве ризика у пословању брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака могу бити вишеструки, од недовољне распршености пословања и претензија ка улажењу у ризичне, а профитабилне послове, до берзанских потреса и настанка глобалних финансијских криза. На појаву ризика у пословању трговаца хартијама од вредности утичу многобројни чиниоци: врста делатности којом се баве; обим и начин пласирања средстава; дужина рока (по правилу краткорочни послови су мање ризични); бонитет и кредитна способност дужника, као и његови пословни резултати; врсте хартија од вредности, с обзиром да различите вредноснице носе различите ризике; нове тенденције на финансијским тржиштима; пословање са финансијским дериватима; развој нове технологије; све већа конкуренција; политичка ситуација у земљи итд.²⁰⁸

Ширење ризика у пословању инвестиционих друштава, данас представља саставни део функционисања финансијских тржишта у развијеним тржишним економијама, који изазива далекосежне последице у виду материјалног губитка (дела или целокупног износа пласмана) и нематеријалног губитка (губитак пословне репутације, стварање негативног имица у јавности и сл.). Стога, анализа ризика треба да омогући

²⁰⁶ Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15. December 2004. on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, O.J.L 390/38.

²⁰⁷ С. Зајми, "Хармонизација финансијског извештавања као један од предуслова интернационализације пословања", *Правно-економски погледи*, бр.1/2011, 44.

²⁰⁸ Т. Мрвић, 398.

одговарајуће информације и констатује елементе за управљање ризиком, ограничавање ризика, као и свођење ризика у прихватљиве границе.²⁰⁹

Као што је већ споменуто, у данашњем окружењу ризик представља мерљиву категорију и могуће је врло једноставно утврдити и његову вредност. Поставља се питање да ли нас је до тога довела природна аверзија према ризику или могућност за манипулисањем. Суштина стратегије управљања ризиком јесте у његовој идентификацији. Сагледавање перспективе ризика пре конкуренције је есенцијално, како би се они који преузимају ризик прилагодили и одреаговали на време.²¹⁰

Процес регулисања ризика може се окарактерисати као спровођење контроле над активностима које су *prima facie* пожељне, али треба имати на уму да се не може у потпуности елиминисати ризик у пословању инвестиционих друштава и њиховим трансакцијама на тржишту (асиметричност информација, сукоб интереса). Изазов у регулисању ризика је проналажење равнотеже између олакшавања регулаторних активности и обезбеђивања ваљане контроле ризика. У том погледу никада није могуће задовољити све, тако да је неминовна борба у сваком систему заснованом на регулисању ризика између заговорника осетљивијег приступа регулације (*light-touch* приступ) и оних који фаворизују строжи приступ контроле ризика (*belt-and-braces* приступ). Извесно је да је осетљивији приступ био доминантан у годинама које су претходиле финансијској кризи, након чега је уследила корекција, иако је прецизан правац и темпо промена у овом тренутку и даље неизвестан.²¹¹

Пословање брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака је по својој природи врло ризична делатност, те се у њиховим билансима могу појавити значајни губици уколико неадекватно управљају ризицима којима су изложени. Стратегија управљања ризицима у берзанском и банкарском пословању заснива се на избегавању инсолвентности и максимизирању стопе приноса на капитал уз корекцију за ризик. Суштина стратегије управљања ризицима није у питању да ли преузети ризик или не, већ колики ризик је брокерско-дилерско друштво, односно банка спремна да преузме ради постизања задовољавајуће стопе рентабилности. Кључно обележје проблема ризика у пословању брокерско-дилерских друштава и банака није у избегавању ризика,

²⁰⁹ *Ibid.*, 399.

²¹⁰ М. Јовановић, 9-10.

²¹¹ I. MacNeil, "Risk Control Strategies: An Assessment in the Context of the Credit Crisis", *The Future of Financial Regulation* (eds. I.G. MacNeil, J.O'Brien), Hart publishing, Oxford - Portland 2010, 142.

већ у професионалном управљању свим ризицима, при томе поштујући основна економска начела која се примењују у берзанском и банкарском пословању, а то је рентабилност и ликвидност.²¹²

4.3 Проблем сукоба интереса између инвестиционих друштава и клијената

Проблем сукоба интереса међу учесницима на тржишту хартија од вредности присутан је деценијама уназад. Значај проблема увидели су регулаторни органи који усвајањем бројних правила настоје да успоставе стандарде правичног и ефикасног поступања у случају сукоба интереса, као и начине санкционисања учесника услед кршења правила. На нивоу Европске уније питање сукоба интереса регулисано је Директивом о тржиштима хартија од вредности – MiFID директивом, као и директивом о њеном спровођењу, које садрже неколико правила која су посвећена регулисању сукоба интереса између инвестиционих друштава и њихових клијената.²¹³ Осим поменутих, питање сукоба интереса регулисано је Директивом о злоупотреби тржишта,²¹⁴ као и директивама о њеном спровођењу, што све указује на важност овог проблема на јединственом тржишту капитала у Европској унији.²¹⁵

Са економског аспекта сукоб интереса може се дефинисати као ситуација у којој трговац вредносницама има многоструке интересе који га подстичу да сакрије или злоупотреби информације које су неопходне за ефикасно функционисање тржишта капитала, и на тај начин оствари додатне приходе у пословању.²¹⁶ Овакав вид сукоба интереса карактеристичан је на тржишту између његових учесника, јер се управо на тај начин успоставља тржишна конкуренција. Могу се појавити три врсте сукоба интереса. Као прво, сукоб између купаца и продаваца, с обзиром да купци настоје да купе што јефтиније, а продавци да продају што скупље. Примера ради, интерес трговца

²¹² М. Иваниш, 14.

²¹³ Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for purposes of that Directive, O.J.L 241/2006.

²¹⁴ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), O.J.L 96/2003.

²¹⁵ М. Марковић, “Проблем сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената”, *Право и привреда*, бр.5-8/2009, 558.

²¹⁶ *Ibid.*, 561.

вредносницама је да прода вредноснице по вишој цени, док је интерес купца да их купи по нижој цени, чиме су њихови интереси супротстављени тако да остварење једног искључује могућност остварења другог. Уколико трговац прода вредноснице по нижој цени од планиране, постоји могућност остварења губитка у свом пословању. Друго, могућ је и сукоб самих продаваца, који се такмиче да продају што више вредносница купцима за нижу цену у односу на друге продавце. На крају, треће, у сукобу интереса међусобно су и купци, јер се и они надмећу у спремности да купе вредноснице по вишој цени наспрам других купаца. Како су овакви сукоби интереса потребни тржишту, јер подстичу тржишну утакмицу, право их штити правилима о конкуренцији, којим се сузбијају радње ради спречавања или ублажавања таквих сукоба.²¹⁷

Са правног аспекта сукоб интереса можемо дефинисати као сучељавање личног интереса трговца са интересима (субјективним правима) једног или више других лица са којима је у одређеном правном односу (нпр. посредовање, комисион, заступање), којем би морао да се подређује, те постоји могућност остваривања сопственог интереса на штету њиховог интереса, искључујући или отежавајући њихово остварење.²¹⁸ У таквој ситуацији, трговац је обавезан да поступа у интересу свог клијента, чак и када се последице такве одлуке сукобљавају са остварењем сопственог интереса, или интереса другог клијента.²¹⁹ Под сопственим интересом трговца вредносницама подразумева се његов лични интерес, али и интерес неког другог лица, које је повезано са трговцем на такав начин да се може разумно очекивати његов утицај на пословање трговца. Интерес који је најзначајнији за правни појам сукоба интереса јесте финансијски (материјални) интерес, који се остварује у имовини трговца вредносницама.²²⁰ Обавеза инвестиционог друштва је да избегава све случајеве у којима може доћи у потенцијални сукоб властитих интереса (или интереса повезаних лица) са интересом

²¹⁷ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 460.

²¹⁸ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 136, J.A.C. Santos, *Commercial Banks in the Securities Business: A Review*, *Working Papers* No. 56, Bank for International Settlements, Basle 1998, 9, <http://www.ssrn.com/abstract-id8029>, 15.04.2014.

²¹⁹ Примера ради, сукоб интереса може се испољити када трговац вредносницама обавља брокерске послове на тржишту. При обављању налогопримачких послова (посредовање, заступање, комисион), трговац је дужан да поступа по налогу свог клијента, да се подреди остваривању интереса клијента и да занемари свој лични интерес, упркос томе што може претрпети губитке у свом пословању.

²²⁰ М. Марковић, 563.

својих клијената према којима има фидуцијарну дужност (обавеза да поступа у најбољем интересу клијента) и у чујем интересу мора радити.²²¹

На тржишту хартија од вредности могуће је разликовати две врсте сукоба интереса. Прва врста је сукоб између трговца вредносницама и његових клијената, у којем је супротстављен лични интерес трговца са интересима његових клијената. Примера ради, у ситуацији у којој је трговац вредносницама истовремено у позицији да поступа за сопствени рачун (нпр. да купује вредноснице за свој рачун, како би их касније продао по вишем курсу, остварујући зараду), али и као финансијски посредник за свог клијента, неминовно доводи до сукоба интереса. У наведеном случају поставља се питање, чијем ће интересу трговац вредносницама дати предност: да ли ће поступати за сопствени рачун, или ће извршити налог свог клијента, упркос томе што неће остварити добит у свом пословању. Осим директног сукоба, ова врста обухвата и индиректни сукоб интереса у којем је интерес трговца супротстављен извршавању фидуцијарне дужности према клијентима. Друга врста сукоба интереса постоји између клијената једног трговца, с обзиром да извршавањем налога фаворизује једног клијента на штету осталих клијената.²²² Уколико избије сукоб интереса, трговац је дужан да поштено поступа према клијенту, извршавајући своје обавезе према клијенту као да сукоба нема, иако ће тиме претрпети губитак у свом пословању. Изузетно, трговац сме одустати од посла који обавља за клијента под условом да му тиме не нанесе губитак, јер би извршењем тог посла себи или другим својим клијентима причинио знатно већи губитак, него што је онај који клијенту настаје одустајањем од посла.²²³

Премда постојање сукоба интереса треба гледати као свакодневну појаву приликом пружања инвестиционих услуга клијентима, њихова распрострањеност условљава бројне проблеме на тржишту капитала. Проблеми првенствено произилазе из асиметричности информација између трговаца и њихових клијената, како у погледу постојања ситуације сукоба интереса, тако и у погледу злоупотребе на штету клијента. Тиме се нарушава поверење клијената (улагача) у професионалне трговце вредносницама, али и у функционисање самог тржишта капитала.²²⁴ Другим речима,

²²¹ М. Васиљевић, *Корпоративно управљање - правни аспекти*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2007, 149.

²²² I. Walter, *Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms*, 3, <http://www.ssrn.com/abstract-id1295181>, 15.04.2014.

²²³ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 136.

²²⁴ М. Радовић, "Неопходност и циљеви посебног правног уређења сукоба интереса на тржишту капитала", *Правни живот*, бр.11/2010, 178.

злоупотребе сукоба интереса свуда су нелегалне ситуације. Суштина је, да ли је судска реакција *ex post* довољна да спречи даље кршење сукоба интереса од стране трговаца вредносница.²²⁵

4.4 Разлози настајања сукоба интереса

Многобројни су разлози који доприносе настанку сукоба интереса између трговаца вредносницама и њихових клијената. Навешћемо неке од њих.

Обављање послова за сопствени рачун представља први и најчешћи узрок настанка сукоба интереса између трговаца вредносница и њихових клијената, с обзиром да трговци осим обављања послова за своје клијенте, исте послове могу обављати и за сопствени рачун. Ово често може довести до злоупотреба, нарочито током преузимања друштава, када управа трговца користи своје дискреционо право над управљањем портфељима, како би утицала на исход трансакције.²²⁶ Стога се оправдано поставља питање у чијем интересу ће радити трговац вредносницама, да ли у интересу клијента, као његов финансијски посредник, или у сопственом интересу, као активни учесник на тржишту хартија од вредности.²²⁷ Домаће право предвиђа обавезу трговца да пре извршења трансакције за клијента, обавезно упозна клијента са могућим сукобима његових (клијентових) интереса са интересима трговца, односно интересима других клијената трговца, укључујући општу природу и изворе тих сукоба.²²⁸

Други разлог је обављање различитих послова на тржишту вредносница. Тиме се доприноси стварању мултисервисних друштава (*multi-service firm*), која под једним кровом пружају све финансијске услуге својим клијентима и самим тим представљају додатну опасност за настанак сукоба интереса са клијентима.²²⁹ Разлог настанка сукоба интереса је што брокерско-дилерска друштва, а нарочито овлашћене банке (које поред

²²⁵ L. Enriques, Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework, University of Bologna, 4, <http://www.ssrn.com/abstract-id782828>, 15.04.2014.

²²⁶ M. Kruithof, Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?, Financial Law Institute, Universiteit Gent 2005, 17, <http://www.ssrn.com/abstract-id871178>, 15.04.2014.

²²⁷ М. Марковић, 565.

²²⁸ ЗТК, чл. 170, ст. 3.

²²⁹ В. Врачарић, "Развој и стабилизација финансијског система", 608.

трговине вредносницама пружају и банкарске услуге), обављају различите послове на тржишту капитала, те су им често сопствени интереси супротстављени интересима клијената.

Трећи разлог је наплаћивање провизије за обављање услуга. Делатност трговаца вредносница карактерише извршавање послова у циљу остваривања добити. Трговац вредносницама закључује теретне послове са својим клијентима, по основу којих стиче право на одговарајућу провизију за пружене инвестиционе услуге клијентима. Како је висина провизије трговца одређена врстом, обимом и садржином обављеног посла, недвосмислено је да постоји лични интерес трговца, који у датом случају може бити супротан интересу клијента.²³⁰ У пракси се дешава да трговац вредносницама приступа муљању (*churning*), односно учесталом извршавању послова за рачун клијента искључиво у циљу наплате провизије.

Четврти разлог је пословање трговца са више клијената.²³¹ До сукоба интереса може доћи између више клијената једног трговца, с обзиром да његове могућности могу бити ограничене. У том случају може настати неизбежан губитак за трговца.²³² Како је једно од начела равноправност свих клијената једног трговца, трговац је обавезан да реши потенцијални сукоб сходно својим правилима пословања, уз напоменање што мање штете било ком клијенту. Такође, трговац је обавезан да надокнади имовинску штету коју претрпи клијент. Трговац који извршава налоге више клијената, обавезан је да поштује ред првенства у извршавању налога, који је усвојио у свом пословању.²³³ Утврђени ред првенства извршења клијентових налога, трговац је обавезан да поштује и приликом извршења послова за сопствени рачун, те га не сме кршити за сопствену корист. Уколико повреди правила о реду првенства извршавања

²³⁰ М. Марковић, 566.

²³¹ Дobar пример сукоба интереса је ситуација у којој трговац (инвестиционо друштво) има и институционалне и индивидуалне инвеститоре за клијенте. Услед великог обима трговине, институционални инвеститори често су спремни да плате знатно веће брокерске провизије инвестиционом друштву, које је због додатне провизије спремно да им пружи инвестиционе услуге, стављајући индивидуалне инвеститоре у неповољнију ситуацију. Стога MiFID директива налаже инвестиционим друштвима успостављање система тзв. “црвене заставе” (*red flag*) за брзо откривање сукоба интереса, како би се спречило напоменање штете осталим клијентима. K. Lee, Investor protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID, 15, <http://www.ssrn.com/abstract-id1339305>, 15.04.2014.

²³² М. Kruithof, 13.

²³³ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 137.

клијентових налога, трговац је обавезан, да на захтев клијента, уступи користи које би клијент стекао да је поштован ред и да му накнади штету коју је услед тога претрпео.²³⁴

Домаће правно уређење сукоба интереса између трговаца вредносницама и његових клијената усклађено је са комунитарним правом Европске уније, односно MiFID директивом. Трговац вредносницама је обавезан да своје пословање организује тако да на најмању могућу меру сведе могући сукоб интереса његових клијента са интересима самог трговца, његових акционара, директора, чланова одбора директора и запослених у друштву.²³⁵ Инвестиционо друштво је обавезно да приликом утврђивања сукоба интереса који може штетити интересима клијената, оцени да ли је друштво, релевантна лица или лица која су блиско повезана са њима, при пружању услуга или из других разлога: 1) могу остварити финансијску добит или избећи финансијски губитак на штету клијента; 2) имају интерес или корист од резултата услуге пружене клијенту или трансакције извршене за рачун клијента, а који се разликују од интереса клијента; 3) имају финансијски или други мотив који одговара интересима другог клијента или групе клијената, а на штету интереса клијента; 4) обављају исту делатност као и клијент.²³⁶

²³⁴ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 461.

²³⁵ ЗТК, чл. 170, ст. 1, Директива о тржиштима хартија од вредности – MiFID, чл. 18, ст. 1.

²³⁶ Правилник о организационим захтевима за пружање инвестиционих услуга и обављање инвестиционих активности и додатних услуга, *Службени гласник РС*, бр.89/2011, 44/2012, чл. 26.

ИЗЛОЖЕНОСТ РИЗИКУ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

5.1 Изложеност ризику

Свест о изложености ризицима у пословању, као и могућностима и потребама ваљаног управљања њима, иницирала је развој дисциплине управљања ризицима, као и развој инструмената које инвестиционо друштво користи у том процесу. Процес управљања представља резултат скорашње историје развоја, на чију динамику и ефикасност је посебно утицао развој информационе технологије.²³⁷

На међународном нивоу процес хармонизације правила о изложености ризику започет је осамдесетих година прошлог века. Европска комисија усвојила је децембра 1986. године *Препоруку о праћењу и контроли великих изложености ризику кредитних институција*.²³⁸ Како је донета у форми препоруке, земље чланице ЕУ нису биле у обавези да је унесу у своја законодавства, те се приступило доношењу Директиве у вези са праћењем и контролом великих изложености кредитних институција која је усвојена децембра 1992. године.²³⁹ Исте године и Базелски комитет донео је неформални документ о изложености ризику.²⁴⁰ Још један важан документ јесте *Мерење и контролисање великих кредитних изложености*, који је објавио Комитет јануара 1991. године. Значај овог документа огледао се у успешном промовисању широке конвергенције контроле великих изложености, уз поштовање ширине варијације према локалним условима. Али, временом је регулисање великих изложености постало све више неконзистентно.²⁴¹ Стање на тржишту капитала условило је потребу за доношењем новог документа који би на свеобухватан начин регулисао питање изложености финансијских институција. Европски парламент је

²³⁷ В. Матић, “Управљање изложеношћу – алати (1)”, *Банкарство*, бр.4/2013, 178.

²³⁸ Commission Recommendation 87/62/EEC of 22 December 1986 on monitoring and controlling large exposures of credit institutions, O.J.L 33/87.

²³⁹ Council Directive 92/121/EEC of 21 December 1992 on the monitoring and control of large exposures of credit institutions, O.J.L 29/93.

²⁴⁰ D. Augustin, “Credit Risks in European and International Regulations”, *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (ed. G. Ferrarini), Kluwer Law International, London – The Hague 1994, 145.

²⁴¹ S. Ingves, “Тренутни приоритет Базелског комитета: подизање летвице”, *Банкарство*, бр.1/2013, 160-162.

2006. године усвојио Директиву о примерености капитала инвестиционих друштава и кредитних институција.²⁴²

Још од давнина, постојање ризика карактерише пословање свих финансијских институција, а самим тим и брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке. Стога је погрешно заступати тезу да инвестициона друштва морају по сваку цену избегавати ризик, с обзиром да то није могуће. Вештина успешног пословања инвестиционог друштва огледа се у управљању ризицима и оптимизацији односа ризика и профита. Међу најбитнијим изазовима са којима се сусрећу инвестициона друштва у пословању јесте дефинисање параметара допуштене границе изложености ризику.²⁴³

Изложеност ризику у пословању инвестиционог друштва представља ситуацију у којој друштво може постати неспособно за испуњавање својих обавеза према повериоцима, услед тога што не може намирити потраживања од својих дужника. Уколико не намири своја потраживања, друштво може постати инсолвентно, што га може одвести у стечај. Стечај једног трговца може имати домино ефекат, те изазвати стечај других трговаца хартијама од вредности, што неминовно води озбиљним поремећајима на тржишту капитала и појави системског ризика. Стога је инвестиционом друштву забрањено да се претерано излаже ризику у свом пословању.²⁴⁴

Инвестициона друштва настоје да ограниче изложеност ризику у свом пословању, одговарајућим поступцима идентификовања, мерења и процене ризика. Управљање изложености ризицима подразумева активну политику инвестиционог друштва, усклађивање пословања са новонасталим ситуацијама на тржишту капитала, као и усмеравање имовине и других средстава како би се омогућило ефективно управљање ризицима. Интерне процедуре којима се ограничава изложеност ризицима, махом су квалитативног карактера.²⁴⁵

Изложеност брокерско-дилерског друштва, односно овлашћене банке према једном лицу јесте укупан износ потраживања (и ванбилансних ставки) која се односе на то лице или групу повезаних лица (кредити, улагања у дужничке хартије од вредности,

²⁴² Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions, O.J.L 177/2006.

²⁴³ Т. Јованић, 214.

²⁴⁴ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 129-130.

²⁴⁵ Т. Јованић, 376.

власнички улози и учешћа, издате гаранције и авали). Исто тако, ризик изложености представља улагање овлашћене банке у лица која нису финансијске институције. Улагање банке у једно лице које није лице у финансијском сектору не сме прећи 10% капитала банке, док укупна улагања банке у лица која нису лица у финансијском сектору, као и у основна средства банке не сме прећи 60% капитала банке.²⁴⁶

Групу повезаних лица чине два или више правних или физичких лица која, уколико се супротно не докаже, представљају један ризик за брокерско-дилерско друштво, према коме се појављују као дужници, и: 1) једно од тих лица има посредну или непосредну контролу над другим лицем; 2) међусобно су повезана тако да постоји велика вероватноћа да због промене финансијског и пословног стања једног лица може доћи до промене финансијског и пословног стања другог лица, а између њих постоји могућност преноса губитка, добити или кредитне способности; 3) међусобно су повезани као чланови породице.²⁴⁷

5.2 Границе изложености ризику

Базелски комитет увидео је значај изложености ризику, те је у својим документима препоручио регулаторним органима да утврде границе изложености трговаца према једном лицу или групи повезаних лица. Ове границе су потребне, ако се зна да финансирање повезаних лица често подразумева одсуство објективности при процени ризика. У транзиционим економијама, што је случај са Србијом, распрострањена је пракса позајмљивања повезаним лицима, што доводи у опасност инвестициона друштва да се претерано изложе ризику.²⁴⁸ Инвестиционо друштво се претерано излаже ризику уколико износ његових потраживања према једном или мањем броју лица (дужника), пређе прописане границе у односу на величину његовог капитала.²⁴⁹ Изложеност брокерско-дилерског друштва према једном лицу представља суму свих потраживања и условних потраживања од тог лица, вредност улагања у његове

²⁴⁶ ЗТК, чл. 193, Закон о банкама, чл. 33, 34.

²⁴⁷ ЗТК, чл. 193, ст. 2, Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, O.J.L 177/2006, чл. 4, ст. 45.

²⁴⁸ Т. Јованић, 376.

²⁴⁹ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 130.

финансијске инструменте и вредност улога у капиталу тог лица.²⁵⁰ Учешћа у капиталу тог лица односе се на акције које је то лице издало брокерско-дилерском друштву, односно удела у капиталу друштва са ограниченом одговорношћу.

Једна од ставки изложености ризику трговца вредносницама односи се и на нето изложеност у поједином финансијском инструменту, која се утврђује посебно за сваки финансијски инструмент израчунавањем разлике између дуге и кратке позиције у том финансијском инструменту.²⁵¹ Трговац хартијама од вредности налази се у дугој позицији када поседује више вредносница него што је дужан да испоручи, пошто очекује раст цена, а тиме и већу зараду. Трговац се налази у краткој позицији када продаје хартије од вредности без стварног власништва. Тиме држи кратку позицију са очекивањима да ће цена падати, тако да их он може откупити у будућности по нижој цени и остварити добит.²⁵²

Постоје две границе изложености ризику. Једна је изложеност ризику инвестиционог друштва према једном лицу, а друга је према свим лицима. Границе изложености према једном лицу представљају најстарији облик превентивних ограничења. Првобитно су уведене у банкарско пословање не само да би се ограничила изложеност ризику према једном лицу (дужнику), већ и да би се подстакла распршеност зајмова и доступност кредита под истим условима. Историјски гледано, овим ограничењем настојале су се спречити банке да концентришу кредитне пласмане, односно да се обезбеди доступност кредита.²⁵³ Највећа дозвољена изложеност ризику инвестиционог друштва према једном лицу, или према групи повезаних лица (од којих је једно матично друштво, које контролише остале чланове као зависна друштва)

²⁵⁰ Правилник о адекватности капитала, изложености ризику, посебним резервама и ликвидности брокерско-дилерског друштва (даље: Правилник о примереном капиталу), *Службени гласник РС*, бр.102/2003, 16/2005, чл. 21.

²⁵¹ Дуга позиција (*long position*) означава куповину финансијских инструмената за одређену, прецизно утврђену цену и то одређеног датума у будућности. Кратка позиција (*short position*) значи да се финансијски инструменти продају истог, прецизно утврђеног датума у будућности, према унапред утврђеној цени. П. Веселиновић, *Економија*, Универзитет Сингидунум, Београд 2010, 133.

²⁵² Приликом израчунавања изложености ризику одређеног финансијског инструмента, прави се разлика да ли тај инструмент има званичну берзанску цену или не. Уколико финансијски инструмент има званичну берзанску цену, приликом рачунања изложености ризику ставке се вреднују према берзанској цени на затварању трговања. Међутим, ако се цена финансијског инструмента не утврђује на берзи, вредност тог инструмента се одређује по последњој цени по којој је било трговања. Уколико не може да се утврди тржишна цена финансијског инструмента, брокерско-дилерско друштво је обавезно да вреднује ставку узимајући у обзир одговарајуће рачуноводствене стандарде. Кратке позиције се вреднују по последњој понуђеној продајној цени, а дуге позиције се вреднују по последњој понуђеној куповној цени. Правилник о примереном капиталу, чл. 21, 23.

²⁵³ Т. Јованић, 377.

износи 25% капитала посматраног инвестиционог друштва.²⁵⁴ Уколико је инвестиционо друштво члан групе повезаних друштава, у том случају се његова највећа дозвољена изложеност ризику према сваком члану групе снижава на 20% капитала.²⁵⁵

Друга граница изложености ризику инвестиционог друштва јесте укупна изложеност према свим лицима, која се одређује збиром великих изложености ризику. Велика изложеност ризику брокерско-дилерског друштва, односно овлашћене банке према једном лицу или групи повезаних лица јесте изложеност која износи најмање 10% капитала брокерско-дилерског друштва, односно банке. Највећа дозвољена изложеност ризику брокерско-дилерског друштва, односно банке према једном лицу или групи повезаних лица не сме прећи 25% капитала брокерско-дилерског друштва, односно банке.²⁵⁶ Брокерско-дилерском друштву, односно овлашћеној банци је забрањено да збир свих великих изложености ризику према свим лицима буде и сувише велик. Закон прописује да збир укупних изложености ризику брокерско-дилерског друштва не сме прећи 800% капитала брокерско-дилерског друштва.²⁵⁷

Законом је уведена и једна новина у виду унутрашње изложености ризику брокерско-дилерског друштва, која се односи на укупну изложеност ризику друштва

²⁵⁴ Навешћемо пример у циљу лакшег схватања дозвољене границе изложености ризику трговца вредносницама. Трговац вредносницама „Спринтер“ поседује капитал у вредности од 200.000 евра, док му је основни капитал 150.000 евра. „Спринтер“ има акције у фабрици аутомобила „Мерцедес“, чија је тржишна вредност 40.000 евра и потраживање од 10.000 евра. Изложеност трговца ризику према „Мерцедесу“ износи 50.000 евра ($40.000 + 10.000 = 50.000$), односно 25% ($50.000 : 200.000 = 0,25 * 100\% = 25\%$), што значи да „Спринтер“ није претерано изложен ризику према „Мерцедесу“, с обзиром да није прешао границу највеће дозвољене изложености. У међувремену, тржишна вредност акција „Мерцедеса“ порасла је за 20%. Тиме се тржишна вредност „Спринтеровог“ учешћа у „Мерцедесу“ повећала на 48.000 евра, тако да је укупна изложеност ризику према „Мерцедесу“ порасла са 50.000 евра на 58.000 евра, док је вредност капитала порасла на 208.000 евра. Након промена на тржишту, изложеност ризику „Спринтера“ према „Мерцедесу“ износи 27,88% ($58.000 : 208.000 = 0,2788 * 100\% = 27,88\%$), што указује да је „Спринтер“ претерано изложен ризику, те је обавезан да смањи изложеност.

²⁵⁵ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 130.

²⁵⁶ ЗТК, чл. 193, Закон о банкама, чл. 33, R. Dale, „The Regulation of Investment Firms in the European Union”, *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (ed. G. Ferrarini), Kluwer Law International, London – The Hague 1994, 55.

²⁵⁷ ЗТК, чл. 194, ст. 4. Ваља споменути да се у поменутом ставу, законодавцу поткрала једна језичка грешка, те уместо израза збир укупне изложености ризику требало да стоји збир великих изложености ризику, с обзиром да поменути израз употребљен и у Закону о банкама, који овлашћује Народну банку Србије да прописује збир свих великих изложености ризику банке, који не сме бити мањи од 400% нити већи од 800% капитала банке. Видети: Закон о банкама, чл. 33, ст. 6.

према његовим акционарима, запосленима, директорима, члановима одбора директора, која не сме прећи 50% капитала брокерско-дилерског друштва.²⁵⁸

Регулаторни органи обично предвиђају изузетке у погледу израчунавања изложености ризику брокерско-дилерског друштва, односно овлашћене банке према одређеним лицима. Тако се не укључује у израчунавање изложености ризику: 1) изложеност брокерско-дилерског друштва, односно овлашћене банке према Републици Србији, Народној банци Србије, државама чланицама ЕУ, државама чланицама Организације за економску сарадњу и развој, Међународном монетарном фонду, Светској банци, као и изложености ризику које су обезбеђене неопозивом гаранцијом исплативом на први позив или хартијама од вредности које издају поменуте државе, односно институције;²⁵⁹ 2) ванбилансне ставке или послови које брокерско-дилерско друштво може отказати, или послови које би то друштво могло обавити ако се њиховим извршењем не би прешла граница максималне дозвољене изложености;²⁶⁰ 3) ставке које су одузете од капитала као одбитне ставке;²⁶¹ 4) изложеност ризику која постоји за време регуларног рока за испуњење обавеза;²⁶² 5) изложености ризику које су на одговарајући начин обезбеђене банкарским депозитом у банци са седиштем у Републици Србији, држави чланици ЕУ или OECD, под условом да тај банкарски

²⁵⁸ Н. Јовановић, “Нови законодавни “мућак” Србије у MiFID окружењу”, *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније* (ур. В. Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2011, 301.

²⁵⁹ Израчунавање изложености ризику трговаца према Републици и Народној банци Србије изузима се због њиховог привилегованог положаја, док се изложеност ризику према државама чланицама ЕУ, Организацији за економску сарадњу и развој, Међународном монетарном фонду и Светској банци изузима због високог кредитног рејтинга наведених институција. Оправдано се поставља питање ове одредбе о изузимању изложености трговаца према наведеним финансијским институцијама, с обзиром да домаћи трговци не улажу у њихове хартије од вредности, те се и не излажу ризику.

²⁶⁰ При израчунавању изложености ризику трговаца, ванбилансне ставке се изузимају по основу изложености према државама, централним банкама, територијалним аутономијама и јединицама локалне самоуправе, према јавним административним телима, према међународним развојним банкама и међународним организацијама којима се у складу са одлуком којом се уређује примереност капитала додељује пондер ризика 0%. Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки банке, чл. 4.

²⁶¹ Одбитне ставке се изузимају приликом израчунавања изложености ризику трговаца вредносницама будући да су оне већ одузете од основног капитала, те се тиме настоји спречити двоструко изузимање. Одбитне ставке чине губици из претходних година, губици из текуће године, капитални губитак остварен по основу стицања и продаје сопствених акција, нематеријална имовина итд.

²⁶² Трговци вредносницама не укључују у израчунавање изложености ризику обавезе њихових клијената док постоји законски рок за испуњење обавеза према трговцима. Уколико прекораче законски рок, сматра се да су клијенти презадужени или инсолвентни, те постоји могућност да трговци неће намирити своја потраживања, чиме се излажу ризику.

депозит служи као обезбеђење за испуњење обавеза према друштву, да једино друштво може располагати тим депозитом.²⁶³

Границе изложености не треба узимати у обзир само *ex ante*, према постојећим приликама, већ треба узимати у разматрање одређене околности које се могу појавити *ex post*, и које могу утицати на промену лимита изложености. Примера ради то може бити: промена висине граница изложености, промена правила о минималном основном капиталу, смањење капитала инвестиционог друштва у току пословања, смањење вредности средстава обезбеђења, припајање или спајање различитих дужника друштва која тиме постају повезана лица. Стога се инвестиционом друштву намеће обавеза континуираног праћења изложености ризику према једном лицу или групи повезаних лица.²⁶⁴

Границу изложености ризику при којој трговац постаје обавезан да извести надзорна тела треба успоставити нешто испод максималног ограничења. На основу тога, надзорници могу усмерити посебну пажњу на изложеност изнад ове границе и захтевати од трговца вредносницама да предузму превентивне мере пре него што концентрација изложености ризицима постане претерано висока.²⁶⁵

Уколико брокерско-дилерско друштво повреди прописане границе изложености ризику у току пословања, услед разлога независних од воље друштва (нпр. спајање два дужника друштва, или преузимање једног дужника од другог), обавезно је да одмах обавести Комисију за хартије од вредности, која му након извршене процене може оставити одређен рок за усклађивање са предвиђеним ограничењима.²⁶⁶ Брокерско-дилерско друштво је обавезно да у року од 15 дана достави Комисији предлог мера које ће предузети и циљу смањивања изложености ризику изнад дозвољене границе изложености. Осим тога, друштво је обавезно да редовно доставља Комисији месечне извештаје о изложености ризику, који садрже све велике изложености и њихов износ према стању последњег дана у месецу за који се доставља извештај.²⁶⁷

Ако трговац хартијама од вредности не предузме мере у предвиђеном року у циљу смањења прекорачења изложености ризицима, Комисија за хартије од вредности

²⁶³ Правилник о примереном капиталу, чл. 24, Одлука о управљању ризицима, чл. 16.

²⁶⁴ Т. Јованић, 378-379.

²⁶⁵ В. Јазић, "Управљање кредитним ризиком", *Финансије*, бр.1-6/2007, 129.

²⁶⁶ ЗТК, чл. 194, ст. 1, 2.

²⁶⁷ Правилник о примереном капиталу, чл. 26.

решењем ће наложити трговцу да отклони неправилности, при чему му може изрећи једну или више мера: 1) јавну опомену; 2) привремену забрану обављања појединих или свих послова у трајању од највише 60 радних дана; 3) забрану примања налога у пословним просторијама (Међутим, трговац може избећи ову забрану, с обзиром да осим у својим пословним просторијама, трговац може примати налоге и у просторијама свог огранка уколико га има, или просторијама трећег лица, које може да буде само правно лице (нпр. друго брокерско-дилерско друштво или овлашћена банка), али не и издавалац вредносница.);²⁶⁸ 4) привремену забрану располагања средствима са новчаних рачуна, рачуна хартија од вредности и другом имовином у трајању до три месеца; 5) привремену забрану држања и располагања хартијама од вредности и новчаним средствима клијената. Осим поменутих мера, Комисија ће казнити за прекршај брокерско-дилерско друштво, односно овлашћену банку, због прекорачења дозвољене изложености ризику, новчаном казном од 100.000 до 2.000.000 динара.²⁶⁹

У Европској унији, надлежна регулаторна тела могу да одобре прекорачења границе изложености ризицима инвестиционих друштава у складу са Директивом 2006/48/ЕС уколико је од настанка прекоречења прошло 10 или мање дана, а изложеност из књиге трговања према поједином клијенту или групи повезаних клијената није прешла износ од 500% капитала друштва. Уколико прекорачења трају дуже од 10 дана, у укупном збиру не смеју прећи износ од 600% капитала друштва. Инвестициона друштва су обавезна да надлежним органима на свака три месеца подносе извештај о прекорачењу граница изложености ризицима, а посебно о износу прекорачења.²⁷⁰ Инвестициона друштва су дужна да у поменутом извештају наведу: 1) податке о клијентима или групи повезаних клијената према којима друштво има велику изложеност; 2) вредност изложености пре примене техника за смањење ризика; 3) врсту материјалне или нематеријалне заштите ако је примењена; 4) вредност изложености након примене техника за смањење ризика.²⁷¹

²⁶⁸ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 135.

²⁶⁹ ЗТК, чл. 205, 293.

²⁷⁰ Директива 2006/49/ЕС о адекватности капитала инвестиционих друштава и кредитних институција чл. 31.

²⁷¹ 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 (даље: Уредба о капиталним захтевима 575/2013), О.Ј.Л 176/2013, чл. 394.

5.3 Управљање изложеношћу ризицима

Информационе технологије омогућиле су стварање базе података, као кључног елемента за управљање изложеношћу ризиком. Оне су омогућиле креирање других, новијих инструмената којима се изложеност ризику може мерити, и то како у односу на поједине врсте ризика, тако и на велику изложеност ризику.

5.3.1 Базе података

Управо захваљујући ефикасном развоју информационих технологија, базе података постају све сигурнија основа за идентификовање, праћење, мерење и контролу изложености појединим ризицима, али и великим изложеностима ризика банака и брокерско-дилерских друштава. Трговци вредносницама креирају интерне и екстерне базе података. Квалитет интерних база података зависи од неколико чинилаца: квалитета система идентификовања ризичних догађаја, квалитета информационе подршке и свеобухватности у погледу броја и квалитета података, културе понашања запослених, у контексту препознавања ризичних догађаја и потреби да се они унесу у базу података, као и стандардизацији процеса, односно дефинисању кључних појмова, опису ризичних догађаја и њиховој класификацији. Екстерне базе података значајне су за управитеље ризика. Нарочито су битне када су у питању ризици који се ретко реализују и резултирају високим неочекиваним губицима.²⁷²

Базе података функционишу по принципу матрица. Уношење података у базу претпоставља постојање документа о ризичном догађају и одвија се према унапред утврђеним и усвојеним процедурама. У документу о ризичном догађају неопходно је приказати опис догађаја, главне узроке реализације ризичног догађаја, повезаност са другим ризицима, као и предузете мере у циљу даље превенције. Међу главним недостацима базе података пре свега се истиче неадекватна интерпретација и коришћење. Главни узроци неадекватне примене базе податка јесу неефикасна

²⁷² В. Матић, “Управљање изложеношћу – алати (1)”, 180.

организација, људски фактор, проблеми у процени немонетарних или потенцијалних губитака.²⁷³

5.3.2 Само-процењивање изложености ризицима

Само-процењивање представља инструмент којим се обавља квалитативна оцена изложености ризицима и спроводе је чланови управе и запослени у инвестиционом друштву, а не спољни консултанти. Суштина примене овог инструмента је у квалитативној оцени изложености ризицима, како би се идентификовали и затворили контролни пропусти који омогућавају раст изложености изнад прихватљивог нивоа. Само-процењивање обухвата две функције – самопроцену ризика и самопроцену контролне функције, што је од великог значаја за интерне механизме управљања, с обзиром да обезбеђују превентивно деловање или смањење могућих губитака који могу настати у току пословања.²⁷⁴

Поступак само-процењивања започиње прикупљањем одговарајућих информација, а завршава се израдом плана активности и конкретних задужења чланова управе. Само-процењивање садржи одређене елементе мерног система, углавном описне, али и нумеричке, уколико треба исказати учесталост или величину губитка. У поступку само-процењивања користе се и помоћна средства попут: упитника, листе, радионица, свот анализе.²⁷⁵

5.3.3 Кључни показатељи ризика

Кључни показатељи ризика (*Key Risk Indicators - KRI*) представљају средства помоћу којих се прате идентификоване изложености ризику током времена. У питању је инструмент који пружа податке о нивоу изложености према поједином ризику, или групи ризика, у одређеној тачки у времену, који прати ту изложеност током времена, и

²⁷³ *Ibid.*

²⁷⁴ В. Матић, “Управљање изложеношћу – алати (2)”, *Банкарство*, бр.5/2013, 192.

²⁷⁵ *Ibid.*

на основу тога предвиђа предстојеће промене ризичног профила пословног процеса. Показатељ постаје кључан уколико прати нарочито битну изложеност ризику, или то чини изузетно добро. Међутим, кључни показатељи ризика нису увек у функцији инструмената за рано откривање ризика. Разлози су бројни, показатељ није добро профилисан, или није довољно тестиран и провераван у времену.²⁷⁶ Као показатеље ризика, трговци вредносницама користе следеће параметре, како би утврдили изложеност ризицима: приносе на капитал (*return on equity* - *ROE*), приносе на активу (*return on assets* - *ROA*), провизиону маржу, остварени профит, приходе по обичној акцији, цену обичних и приоритетних акција, књиговодствену вредност активе у односу на тржишну вредност активе, однос резерви и текућег прихода, однос профита пре опорезивања и нето профита након опорезивања.

У зависности од дужине времена на коју упућује кључни показатељ ризика и времена када се ризични догађај остварио, разликује се неколико врста показатеља ризика: 1) водећи кључни показатељ ризика који има улогу правовременог упозорења на ризике (нпр. кретање цена хартија од вредности на тржишту, понуда новца, залиха, подаци о кашњењу уплата од стране клијената, отпис дуга); 2) садашњи кључни показатељ ризика који идентификује и упозорава на ниво изложености ризику непосредно пре остварење ризичног догађаја (нпр. промена каматних стопа на тржишту, проблеми у наплати потраживања); 3) закаснили кључни показатељ ризика који пружа податке о нивоу изложености услед остварења ризичног догађаја (нпр. привредна рецесија, инфлација, раст незапослености). Мада су подаци закаснили, они могу послужити као превенција за будући период, како се не би поновиле исте грешке.²⁷⁷

²⁷⁶ В. Матић, “Управљање изложеношћу – алати (3)”, *Банкарство*, бр.6/2013, 192.

²⁷⁷ *Ibid.*

Глава 6.

КАПИТАЛ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

6.1 Основни капитал трговаца хартијама од вредности

Капитал брокерско-дилерског друштва мора испунити услове у погледу висине и порекла. Регулаторни органи намећу захтеве у погледу приказа порекла капитала, средстава у имовини друштва, како би се обезбедила солвентност друштва.²⁷⁸ Капитални стандарди су пројектовани тако да обезбеде брокерско-дилерским друштвима приступ тржишту, уз довољно финансијских средстава. Минимални капитални захтеви, међутим нису сувише строги, како не би одвртели конкуренцију и осиромашили тржиште, постављајући непотребне баријере за приступање нових друштава тржишту.²⁷⁹

Капитал брокерско-дилерског друштва мора бити најмање једнак износу захтева капитала потребног за покриће евентуалних губитака због: 1) ризика којима је друштво изложено у трговини вредносницама за свој рачун и у обављању послова по основу уговора о организовању дистрибуције хартија од вредности са обавезом њиховог откупа од издаваоца; 2) валутних ризика којима је друштво изложено у свом пословању; 3) ризика којима је друштво изложено у вршењу услуга у вези са хартијама од вредности и обављању других послова (налогопримачки послови).²⁸⁰

Новчани део основног капитала брокерско-дилерског друштва мора бити најмање у висини законом прописаног капитала, који се разликује у зависности од врсте делатности коју обавља друштво. За налогопримачке односно брокерске послове (сакупљање, прослеђивање и извршење налога), управљање портфолиом клијента,

²⁷⁸ Y. Kahane, "Capital adequacy and the regulation of financial intermediaries", *Journal of Banking and Finance*, No.1/1977, 207.

²⁷⁹ N. Moloney, 414; У појединим земљама са развијеном тржишном привредом, висина оснивачког капитала брокерско-дилерског друштва се везује за остварени промет. Везивањем обима пословања и портфеља хартија од вредности за висину оснивачког капитала друштва, спроводи се превентивна контрола и спречава се да берзански посредници обављају послове изван својих финансијских могућности. Ако желе да увећају промет, морају увећати и капитал. Б. Јоргић, "Институционализовано организовање берзе, ванберзанског тржишта и берзанских посредника", *Право и привреда*, бр.5-8/2001, 372.

²⁸⁰ Правилник о примереном капиталу, чл. 5.

инвестиционо саветовање и заступање емитента у емисији, минимални капитал износи 125.000 евра у динарској противвредности.²⁸¹ Својим актом, Комисија за хартије може снизити овај износ на 50.000 евра у динарској противвредности у случајевима када брокерско-дилерско друштво није овлашћено да управља новцем или финансијским инструментима клијената (тј. налогопримачки послови).²⁸² За дилерске послове и послове маркет мејкера неопходно је да брокерско-дилерско друштво поседује минимални капитал у износу од 200.000 евра у динарској противвредности, док за покровитеља емисије и управљање мултилатералном трговачком платформом,²⁸³ потребан минимални капитал од 730.000 евра у динарској противвредности.²⁸⁴ Овлашћена банка, као организациони део банке, дужна је да обезбеди новчани део основног капитала који не сме бити мањи од 10.000.000 евра у динарској противвредности према званичном средњем курсу.²⁸⁵

Други услов у вези са капиталом трговца вредносницама тиче се његовог порекла. Неопходно је да капитал трговца потиче из законитих извора, ради чега трговац мора поднети доказе о пореклу капитала Комисији за хартије од вредности. Док се минималним капиталом настоји постићи сигурност у пословање трговаца вредносницама, пореклом капитала настоји се спречити да непоуздана лица (банкротанти, шпекуланти, осуђеници, криминалци) уђу на тржиште хартија од вредности које је подобно за разне злоупотребе (нпр. прање новца, утаје пореза).²⁸⁶

Лице које има квалификовано учешће у основном капиталу брокерско-дилерског друштва мора приказати износ, врсту и проценат тог учешћа, као и податке о лицима са којима су лица која поседују квалификовано учешће блиско повезана, податке о тој повезаности, другим лицима која су у могућности да контролишу или врше значајан утицај на брокерско-дилерско друштво.²⁸⁷ Одређено лице има квалификовано учешће у

²⁸¹ Н. Јовановић, “Нови законодавни “мућак” Србије у MiFID окружењу”, 279.

²⁸² ЗТК, чл. 149, ст. 2. Ово правило усклађено је са Директивом о капиталним захтевима (Capital Requirements Directive – CRD, 2006/49/EC); N. Moloney, 415.

²⁸³ Више о томе видети: Р. Сивиљ, “Мултилатерална трговачка платформа”, *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније* (ур. В. Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2011, 340-353.

²⁸⁴ ЗТК, чл. 149, ст. 1; Закон о хартијама од вредности Црне Горе прописује нижи део основног капитала и то: 1) за инвестиционог саветника 10.000 евра; 2) за брокера 20.000 евра; 3) за дилера и инвестиционог менаџера 125.000 евра; 4) за покровитеља емисије 250.000 евра. С. Поповић *et al.*, *Анализа финансијског тржишта у Црној Гори*, Централна банка Црне Горе, Подгорица 2007, 96, доступно на: <http://www.finansije.net>, 19.03.2014.

²⁸⁵ Закон о банкама, чл. 22.

²⁸⁶ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 126.

²⁸⁷ ЗТК, чл. 156, ст. 3, тач. 2.

брокерско-дилерском друштву, уколико поседује најмање 10% учешћа у основном капиталу, праву гласа или које омогућава остваривање значајног утицаја на управљање тим друштвом у којем поседује учешће. Комисија за хартије од вредности оцењује подобност и поузданост предложеног лица, као и финансијску оправданост предложеног стицања учешћа, уколико такво стицање неће имати негативан утицај на пословање друштва.²⁸⁸

Трговац хартијама од вредности дужан је да у свом пословању обезбеди да његов капитал увек буде у висини која није мања од законом прописаног минималног износа капитала. Уколико капитал трговца падне испод минималног прописаног износа капитала, Комисија за хартије од вредности наложиће трговцу да у одређеном периоду отклони одступања и изрећи неку од надзорних мера прописаних законом. Трговац је дужан да у року од шест месеци од дана за који је састављен биланс стања (31.12. претходне године), односно до 30. јуна текуће године повећа капитал тако да његова вредност на дан уплате буде најмање једнака потребном капиталу за обављање одобрене делатности или да поднесе захтев за сужење делатности за коју поседује довољан капитал.²⁸⁹ Такође, Комисија ће казнити за прекршај трговца новчаном казном од 100.000 до 2.000.000 динара, уколико трговац не обезбеди или не одржава минимални износ капитала.²⁹⁰

Комисија за хартије од вредности прописује начин израчунавања капитала трговаца вредносница. Код израчунавања висине капитала трговаца, узимају се у обзир следеће ставке: 1) уплаћен основни капитал и емисиона премија; 2) резерве (законске и статутарне); 3) акумулирани добитак из претходних година; 4) нето добитак из текуће пословне године, уколико је висину добитка потврдио овлашћени ревизор и ако је скупштина трговца одлучила да буде распоређен у оквиру основног капитала; 5) ревалоризационе резерве; 6) уплаћен основни капитал и емисиона премија по основу издавања кумулативних приоритетних акција; 7) субординирани дужнички инструменти.²⁹¹ Висина потребног капитала добија се када се од збира побројаних

²⁸⁸ Правилник о давању сагласности на стицање квалификованог учешћа у капиталу берзе, брокерско-дилерског друштва, Централног регистра, депоа и клиринга за хартије од вредности, *Службени гласник РС*, бр.89/2011, чл. 2, 8.

²⁸⁹ Упутство о начину израчунавања капитала брокерско-дилерског друштва, Комисија за хартије од вредности, Београд 2011, тач. 3.

²⁹⁰ ЗТК, чл. 293.

²⁹¹ Субординирани дужнички инструменти јесу обвезнице инвестиционог друштва које се укључују у њихов допунски капитал уколико испуњавају одређене услове: 1) морају бити у целини уплаћене; 2) да

ставки одузму следеће ставке (тзв. одбитне ставке): 1) сопствене акције; 2) нематеријална улагања (лиценце, патенти, заштитни знакови, концесије, *goodwill*); 3) губици из ранијих година, губици из текуће године; 4) средства која се не могу наплатити у року потребном за благовремено извршење доспелих новчаних обавеза посматраног трговца вредносницама према његовим повериоцима, односно трећим лицима, као што су улози у непреносиве финансијске инструменте и у друга средства која се не могу брзо уновчити попут акција берзе или Централног регистра; 5) акције, односно удели по основу којих трговац вредносницама учествује у капиталу банке или другог брокерско-дилерског друштва и друга улагања у тим лицима која се узимају у обзир код израчунавања њиховог капитала, ако то нису финансијски инструменти намењени редовном пословању трговца.²⁹²

6.2 Обавезне резерве капитала

Основни капитал који брокерско-дилерско друштво, односно овлашћена банка мора да поседује мора одговарати ризицима којима су изложени у току пословања. Сврха увођења концепта минималног основног капитала оправдава се потребом да се неочекивани ризици покрију сопственим средствима (основним капиталом и резервама).²⁹³

Трговац хартијама од вредности мора поседовати поред основног капитала и резерве, које ће му омогућити привремено покривање губитака. Резерве представљају законска, статутарна и друга издвајања из добити која су у функцији заштите основног капитала, поправљања финансијске структуре и јачања сигурности трговаца

им је уговорени рок доспелости унапред одређен и да износи најмање пет година, рачунајући од дана уплате; 3) да отплата повериоцима, откуп тих обавеза или други начин повраћаја тих средстава нису могући пре уговореног рока, осим у одређеним случајевима; 4) да су расположиве за покривање губитака тек у случају стечаја или ликвидације инвестиционог друштва, односно да нису расположиве за покривање губитака из редовног пословања друштва. Основна предност за акционаре друштва је та што се емисијом субординираних дужничких инструмената повећава висина профита по акцији. Још једна погодност је та, што на исплаћене камате по основу ових инструмената акционари друштва не плаћају порез, за разлику од дивиденди на које су акционари обавезни да плате порез. Д. Шеховић, *Капитал банака*, Банкарски менаџмент, Подгорица 2013, 25, Одлука о капиталу и адекватности капитала платних институција и институција електронског новца, *Службени гласник РС*, бр.55/2015, чл.20.

²⁹² Правилник о примереном капиталу, чл. 3.

²⁹³ Т. Јованић, 211.

вредносницама.²⁹⁴ Осим тога, поседовање резерви пружа одређен степен поверења јавности у кредитну способност трговаца. Обавезне резерве можемо посматрати као неку врсту ублаживача (амортизера, одбојника), који ће апсорбовати губитак који настане у току пословања трговаца. Из тог разлога, пажљива регулација је посвећена стварању услова који ће омогућити трговцима вредносница да постигну економску и финансијску стабилности и висок степен ефикасности, формирањем обавезних резерви.²⁹⁵ Тиме, основни капитал и резерве добијају улогу интерног извора осигурања ризика, и то свих ризика са којима се трговци хартијама од вредности сусрећу у току пословања.

Резерве представљају део ширег концепта капитала, јер се користе у одбрани солвентности, односно ликвидности трговаца хартијама од вредности. Према Базелским правилима ревалоризационе (редовне) резерве су признате као ставке додатног капитала. Базелска правила разликују две врсте ревалоризационих резерви: резерве у формалном смислу, које су спроведене кроз биланс стања, и тзв. латентне резерве које представљају дугорочне фондове власничких хартија од вредности. За разлику од Базелских правила којима су резерве у формалном смислу ограничене на основна средства трговаца, директива ЕУ предвиђа шире поље примене поменутих резерви.²⁹⁶ Поред редовних резерви, постоје и необјављене резерве које су такође разврстане у додатни капитал. Оне су прошле кроз биланс успеха, и ограничене су на вредност од 4% одговарајућих средстава.²⁹⁷

Резерве могу бити опште и посебне. Општим резервама трговац надокнађује губитак који може претрпети у току пословања из било ког разлога. Њих трговац може, али не мора образовати, за разлику од посебних резерви које мора формирати у прописаној висини и исказати их на посебном рачуну у свом књиговодству, јер у супротном чини привредни преступ. Посебним резервама покрива се потенцијални

²⁹⁴ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 250.

²⁹⁵ F. Cesarini, "The Role of Own Funds", *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (ed. G. Ferrarini), Kluwer Law International, London – The Hague 1994, 103-104.

²⁹⁶ Council Directive 86/635/EEC of 8 December 1986 on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions, O.J.L 372/1986

²⁹⁷ F. Hauser, "The Structure of Own Funds", *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (ed. G. Ferrarini), Kluwer Law International, London – The Hague 1994, 119-120.

губитак у појединим пословима хартијама од вредности, у којима трговац гарантује приход својим клијентима.²⁹⁸

Трговац вредносницама је дужан да образује посебне резерве за појединачне послове на терет расхода и да их прикаже на посебном рачуну на страни пасиве као дугорочна резервисања. Уколико се оствари ризик, трговац покрива губитак из тих резерви, тако што их у књиговодству приказује као приход (актива).²⁹⁹ Ако се трговцу ризик у пословима за које их је образовао смањи, трговац може из посебних резерви да пренесе средства сразмерна смањењу у своје текуће пословање, исказујући их као приход на посебном рачуну.³⁰⁰ Брокерско-дилерска друштва су обавезна да посебне резерве образоване у годишњем билансу стања приказују засебно, као и да приход и трошак из посебних резерви у годишњем билансу успеха приказују засебно.³⁰¹

Банке и брокерско-дилерска друштва често су била изложена критици услед држања ниских резерви капитала. Предиђања финансијских стручњака и аналитичара испоставила су се тачна, с обзиром да ни банке ни брокерско-дилерска друштва нису била у стању да апсорбују своје губитке када је избила светска економска криза 2008. године. Стога су централне банке и регулаторни органи на тржишту капитала били приморани да убризгају значајне количине ликвидних средстава, давањем зајмова и кредита финансијским институцијама како би стабилизовали тржиште капитала.³⁰²

Недавна криза указала је да капитални захтеви нису били довољни за решавање ликвидности и других проблема насталих током кризе. Увидевши мањкавости финансијских институција, Базелски комитет је 2009. године најавио усвајање нових правила којима би се ојачали капитални захтеви и резерве. Побољшања у виду виших нивоа резерви и капитала усмерена су на јачање отпорности финансијских институција, као и на смањење ризика од настанка шокова који се могу преносити међу институцијама (трговцима вредносница), дериватима и другим финансијским

²⁹⁸ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 131.

²⁹⁹ Губитак из посебних резерви исказује се у активи, јер актива представља расположиви потенцијал трговца, настао као последица претходних догађаја, од кога се очекују приливи будућих економских користи. Актива биланса стања одражава конкретне облике улагања, док пасива приказује изворе финансирања. М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 244-245.

³⁰⁰ Правилник о примереном капиталу, чл. 27.

³⁰¹ *Ibid.*, чл. 28, 29.

³⁰² G.A. Walker, "Capital and liquidity reform – a new global agenda", 351.

каналима.³⁰³ Базелски комитет предвиђа увођење низа мера у циљу нагомилавања резерви капитала у добрим временима, који се може искористити током периода стреса. Додатне резерве капитала допринеће већој стабилности финансијског система, који ће помоћи ублажавању, уместо појачавању, економских и финансијских шокова.³⁰⁴

Капитални ублаживач (*capital buffer*) треба изградити у време експанзије, како би се обезбедила примереност капитала у току рецесије. Капитални ублаживачи понашају се попут амортизера (упијача) шокова, чиме омогућавају инвестиционим друштвима да остану примерено капитализована с обзиром на своју пословну политику и изложеност ризицима како у нормалним економским условима пословања, тако и у стресним условима пословања. Базел III поред измена које се односе на основне елементе капитала, предвиђа увођење два ублаживача капитала – Контрациклични ублаживач капитала и Ублаживач конзервације капитала.³⁰⁵

6.3 Контрациклични ублаживач капитала

Контрациклични ублаживач капитала (*Countercyclical buffer*) предвиђен је у намери да се постигну шири макропревентивни циљеви заштите финансијског сектора од великих губитака који могу настати када након периода прекомерног раста кредитне активности уследи период пада. Претерани кредитни раст представља потенцијалну опасност услед велике изложености системском ризику цикличног преношења губитака са финансијског сектора на привредни и обратно. Базелски комитет је проценио да увођење контрацикличног ублаживача оправдана у периодима када ризици системског стреса расту.³⁰⁶ Имплементација је подржана и Турнеровим

³⁰³ M. Ojo, 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>, 19.02.2014.

³⁰⁴ *Ibid.*, 9.

³⁰⁵ P. Miu, B. Ozdemir, M. Giesinger, 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>, 10.02.2014.

³⁰⁶ В. Матић, “Базел III – измењени концепт капитала (3)”, *Банкарство*, бр.11-12/2011, 156, М. Ојо, Basel III – Responses to Consultative Documents, Vital Aspects of the Consultative Processes and the Journey Culminating in the Present Framework, 31, R. Ayadi, E. Arbak, W.P. De Groen, Implementing Basel III in Europe: Diagnosis and avenues for improvement, *CEPS Policy Brief*, No.275, 2012, 10-11, <http://www.ssrn.com/abstract=2098932>, 16.12.2013.

извештајем (*Turner Review*). Без обзира на потешкоће које настају у вези са сложеност имплементацијом, постоје бројни различити модели и мере које се могу употребљавати. Израчунавање контрацикличног ублаживача може се обављати било на основу формуле, било на дискреционој основи, премда дискрециони систем неминовно доводи до злоупотреба и недоследности. У сваком случају, новине доносе високе трошкове, којима се додатно терете финансијске институције.³⁰⁷

Банка за међународна поравнања издала је документ 2010. године, у којем су истакнуте карактеристике ублаживача контрацикличног капитала: ублаживач мора бити довољно велики како би апсорбовао губитке без изазивања даље нестабилности; мора постојати ефикасна шема за идентификовање потребног времена за његову акумулацију и ослобађање; мора избећи регулаторну арбитражу и манипулацију; да се примењује на међународном нивоу; укључује ниске трошкове имплементације; да буде једноставан и транспарентан.³⁰⁸

Поједини аутори истичу да поменуте жељене карактеристике представљају схему “пите на небу”, с обзиром да постоје многобројни проблеми, и да је свака ставка проблематична. Полазе од ставке да је “добро време”, односно “лоше време” за прикупљање капитала, субјективна категорија и прилично је тешко идентификовати их. Даље, истичу да финансијски циклус није нужно идентичан пословном циклусу. *Drehmann* истиче да иако се финансијски и пословни циклус међусобно преплићу, они нису синхронизовани у свим тачкама у времену. Даље, напомињу да инструменти за препознавање добрих и лоших времена захтевају изузетно квалитетне податке, који су обично недоступни већини земаља.³⁰⁹

Неки аутори напомињу да израчунавање основног регулаторног капитала према Базелским стандардима представља “Немогућу мисију”, а израчунавање ублаживача контрацикличног капитала представља “Немогућу мисију 2”. Зато постављамо питање како може контрациклични ублаживач бити међународно примењив, када ни правила Базела II нису у потпуности имплементирани. На крају, али не и најмање важно, како може бити јефтина, једноставна и транспарентна примена контрацикличног

³⁰⁷ G.A. Walker, “The Global Credit Crisis and Regulatory Reform”, 197.

³⁰⁸ G.A. Walker, “Capital and liquidity reform – a new global agenda”, 358, A. Persaud, “Macro-prudential Regulation”, *The Future of Financial Regulation* (eds. I.G. MacNeil, J. O’Brien), Hart Publishing, Oxford – Portland 2010, 448-450.

³⁰⁹ I. Moosa, 384.

ублаживача, када је и сама имплементација Базелских споразума сложена и веома скупа.³¹⁰

Инвестициона друштва нису обавезна да формирају контрациклични капитал, већ је националним контролорима остављена слобода да одлуче да ли да уведу контрациклични ублаживач или не. Висина ублаживача контрацикличног капитала одређује се у распону од 0 – 2,5%. Контрациклични ублаживач би се формирао током периода убрзаног укупног кредитног раста, уколико националне власти процене да раст погоршава системски ризик. Сврха је ублажити процикличност и смањити утицај успона и падова финансијског циклуса.³¹¹

Документ под називом *Водич за националне власти које уводе ублаживач контрацикличног капитала*, поставља принципе које су националне власти прихватиле да следе приликом доношења одлука о контрацикличном ублаживачу. Инвестиционим друштвима је остављен период од максимум 12 месеци да постигну прописани ниво контрацикличног ублаживача, док се одлука о снижавању његове висине одмах примењује.³¹²

За сваку финансијску институцију, ублаживач контрацикличног капитала одражаваће географску композицију њеног портфеља кредитних изложености.³¹³ Међународно активне финансијске институције узимајући у обзир географску локацију кредитне изложености приватног сектора (укључујући и изложеност према небанкарском финансијском сектору), рачунаће ублаживач контрацикличног капитала као просечно пондерисану величину контрацикличних ублаживача који се примењују у јурисдикцијама у којима институција има кредитну изложеност.³¹⁴

Инвестициона друштва ће рачунати контрациклични ублаживач капитала као део обичног акцијског капитала Нивоа 1. Тиме, контрациклични ублаживач повећава његов ниво изнад висине капитала који је потребан да се задовољи захтев за прописаним

³¹⁰ *Ibid.*, 385.

³¹¹ J. Caruana, “Базел III: према сигурнијем финансијском систему”, 104 – 106.

³¹² Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for International Settlements, December 2010, 58.

³¹³ Међутим, поменута правила о прекомерној кредитној изложености не примењују се на исламске банке. Исламске банке користе шест финансијских инструмената како би пружиле олакшице својим клијентима: Musharakah, Mudarabah, Istisna', Salam, Ijarah, Murabahah. A. Boumediene, 6.

³¹⁴ Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 59.

минимумом (4,5% ризиком пондерисане активе)³¹⁵ и захтев за ублаживачем конзервације капитала (2,5% ризиком пондерисане активе), заједно. Ублаживач контрацикличног капитала може се основати и на терет другог капитала који је способан да потпуно апсорбује губитке. Међутим, Базелски комитет још увек разматра питање дозволе за други капитал, као и питање његове форме.³¹⁶

Директива о превентивном надзору кредитних институција и инвестиционих друштава допушта земљама чланицама ЕУ да изузуму мала и средња инвестициона друштва од поменутих правила, уколико такав изузетак не угрожава финансијску стабилност те земље. Државе чланице ЕУ су дужне да одлуку образложе и да о томе обавесте Европску комисију и надлежне органе у држави чланици.³¹⁷

У земљама Европске уније, ублаживач контрацикличног капитала уводиће се паралелно са ублаживачем конзервације капитала, у периоду од 01.01.2016. до краја 2018. године, како би се постигла пуна примена 01.01.2019. године. То значи да ће контрациклични ублаживач износити 0,625% ризиком пондерисане активе током 2016. године, и да ће се повећавати сваке наредне године за исти износ како би се постигао пројектовани максимум од 2,5% 01.01.2019. године. Државама које буду имале претерани раст кредитне активности током прелазног периода, биће омогућено убрзано акумулирање ублаживача контрацикличног капитала. Осим тога, надлежним органима биће остављена могућност да уведу више захтеве у погледу контрацикличног ублаживача.³¹⁸

³¹⁵ Ризиком пондерисана актива чини збир ставки активе биланса и кредитних еквивалената ванбилансних ставки активе изложених ризику, помножених са одговарајућим пондером ризика (0%, 20%, 50% и 100%). Пондери ризика изражавају вероватноћу губитака који могу настати у вези са одређеним облицима активе инвестиционог друштва. На пример, актива инвестиционог друштва „Ретензија“ износи 370.000 евра. Вредност ставки у активи је следећа: готовина 200.000е, државне обвезнице 150.000е, хипотекарни кредит 10.000е и остали кредити 10.000е. Када се наведене ставке активе помноже одговарајућим пондером ризика ($200.000 * 0\% = 0$, $150.000 * 0\% = 0$, $10.000 * 50\% = 5000$, $10.000 * 100\% = 10.000$) добијамо ризиком пондерисану активу у износу од 15.000 евра. Наведени износ ризиком пондерисане активе користи се приликом израчунавања показатеља примерености капитала, будући да се вредност основног капитала дели вредношћу ризиком пондерисане активе. Да би трговац вредносницама био примерено капитализован, неопходно је да показатељ основног капитала према ризиком пондерисаној активи износи више од 8%.

³¹⁶ В. Матић, „Базел III – измењени концепт капитала (3)”, 156-158.

³¹⁷ Директива о адекватности капитала 2013/36/EУ, чл. 130.

³¹⁸ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, 60.

6.4 Ублаживач конзервације капитала

Ублаживач конзервације капитала (*Capital conservation buffer*) предвиђен је Базелским споразумом III. Његова основна улога јесте пружање заштите у условима стреса. Финансијске институције су дужне да га оформе и одржавају изнад регулаторног минимума у временима када раде у нормалним условима, да би могли да апсорбују губитке у временима економске и финансијске кризе.³¹⁹ Ублаживач ће омогућити инвестиционим друштвима да апсорбују губитке током периода стреса без силажења испод захтева за минимумом капитала. Тиме ће се смањити могућност самопојачавајућег неповољног циклуса губитака и смањење кредита у односу на претходне аранжмане.³²⁰ Институцијама којима ублаживач конзервације капитала падне испод предвиђеног прага од 2,5% ризиком пондерисане активе, суочиће се са ограничењима у виду расподеле зараде.³²¹

Ублаживач конзервације капитала инкорпорисан је у заједнички акционарски капитал Ниво 1 и утврђује се у износу од 2,5% изнад регулаторног капиталног захтева.³²² На тај начин, ублаживач увећава минималне захтеве за капиталом за споменути проценат.³²³ Овакав начин регулисања је неопходан, јер се прво користи заједнички акционарски капитал Нивоа 1 за испуњење минималних капиталних захтева, а на крају, ако преостане капитала, он доприноси ублаживачу конзервације капитала.³²⁴ Земљама чланицама ЕУ допуштено је да изузму мала и средња инвестициона друштва од правила о поседовању ублаживача конзервације капитала, ако овај изузетак не угрожава финансијску стабилност земље. Земље чланице ЕУ су обавезне да одлуку образложе и да о томе обавесте Европску комисију и надлежне органе у земљи чланици.³²⁵

³¹⁹ В. Матић, “Базел III: измењени концепт капитала (2)”, *Банкарство*, бр.9-10/2011, 156.

³²⁰ J. Caruana, “Базел III: према сигурнијем финансијском систему”, 104.

³²¹ R. Ayadi, E. Arbak, W.P. De Groen, 11.

³²² Регулаторни капитал представља збир основног капитала и допунског капитала. Видети: Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 4, ст. 1, тач. 118.

³²³ Примера ради, вредност активе пондерисане ризиком инвестиционог друштва „Алфа“ износи 100.000 евра. Заједнички акционарски капитал друштва у сваком тренутку мора износити 4,5% ризиком пондерисане активе, тј. 4.500 евра ($0,045 * 100.000 = 4.500$). Друштво је дужно да држи ублаживач конзервације капитала у износу од 2,5%, односно 2.500 евра ($0,025 * 100.000 = 2.500$), који је инкорпорисан у Ниво 1 капитала који износи 7.000 евра ($4.500 + 2.500 = 7.000$).

³²⁴ В. Матић, “Базел III: измењени концепт капитала (2)”, 156.

³²⁵ Директива о адекватности капитала 2013/36/ЕУ, чл. 129.

У нормалним условима, изван периода стреса, инвестициона друштва би требало да одржавају ублаживач конзервације капитала изнад регулаторног минимума. Уколико се средства ублаживача повуку, друштва би требало да их поново прикупе, било смањењем расподела зарада (нпр. смањење исплате дивиденди, укидање исплате бонуса запосленима, забрана откупа сопствених акција), било прикупљањем свежег капитала из приватног сектора, као алтернатива за очување интерно прикупљеног капитала. Јасно је да инвестициона друштва улажу велике напоре у обнављање испражњених средстава ублаживача конзервације капитала.³²⁶ Стога је неприхватљиво да друштва која држе ублаживаче конзервације капитала испод прописаног минимума, користе пројекције и предвиђања будућег опоравка као оправдање за наставак дистрибуције зарада својим акционарима и запосленима, с обзиром да они морају да снесу ризик будућег опоравка, а не њихови повериоци (клијенти).³²⁷ Исто тако, неприхватљиво је да у таквој ситуацији, инвестициона друштва обављају расподелу капитала како би приказале своју финансијску моћ. Ово је неодговорно понашање, не само из перспективе појединог инвестиционог друштва, које ставља интересе својих акционара изнад интереса поверилаца, већ што може подстаћи и друге учеснике на тржишту да следе његов пример. Ублаживач конзервације капитала представља интелигентно и готово инспиративно средство за ограничавање прекомерне исплате дивиденди и бонуса. Нови услови у погледу ублаживача конзервације капитала намећу додатна дисциплинска правила, посебно када су у питању накнаде које се морају исплаћивати једино из оствареног профита. Исплате накнада високим руководиоцима и најзначајнијем особљу треба препустити тржишном договору, док би националне власти наметнуле инвестиционим друштвима обавезу транспарентности и објављивање података.³²⁸

Поменута правила имају за циљ да ограниче дискреционо право финансијских институција, да упркос смањеном капиталу настављају великодушну дистрибуцију зарада, и да их оспособи да издрже негативне утицаје. Увођење правила допринеће повећању отпорности у периодима кризе, као и обезбеђење механизма за обнављање капитала у раним фазама економског опоравка. Задржавањем већег дела зараде, а не његова дистрибуција у периодима кризе, омогућиће трговцима вредносница да

³²⁶ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, 54-55.

³²⁷ Б. Матић, "Базел III: измењени концепт капитала (2)", 156.

³²⁸ G.A. Walker, "Capital and liquidity reform – a new global agenda", 367.

обављају текуће послове на тржишту и у току стреса. Тиме се омогућава смањење процикличности.³²⁹

Предвиђено је да се ублаживач конзервације капитала уводи паралелно са контрацикличним ублаживачем, у периоду од 01.01.2016. до краја 2018. године, да би се постигла пуна примена 01.01.2019. године. То значи да ће ублаживач конзервације капитала износити 0,625% ризиком пондерисане активе током 2016. године, и да ће се повећавати сваке наредне године за исти износ да би се постигао предвиђени максимум од 2,5% 01.01.2019. године. Националним властима остављено је дискреционо право да уведу краће прелазне периоде, уколико процене да је то неопходно.³³⁰

У земљама са развијеним тржиштем капитала планирано је постепено увођење ублаживача конзервације капитала и контрацикличног ублаживача, у циљу повећања отпорности инвестиционих друштава на потенцијалне финансијске кризе у будућности. Стога је потребно предложити увођење поменутих ублаживача капитала будућим изменама законских прописа у Србији.

Оправдање за увођење контрацикличног ублаживача и ублаживача конзервације капитала није само објективна потреба за унапређењем инфраструктуре домаћег тржишта капитала и „слепо“ увођење европских стандарда само ради испуњења услова за чланство у Европској унији, већ стварање предуслова за постизање жељеног степена развоја домаћег тржишта и омогућавање конкурентности домаћих трговаца вредносницама са онима из иностранства.

Ово питање се још више актуелизује имајући у виду да су досадашња правила о резервама капитала трговаца вредносницама дерогирана, стављањем ван снаге Правилника о примереном капиталу. Осим тога, концепција дефинисања и израчунавања капитала трговаца вредносницама у Србији показује озбиљне недостатке. Пре свега, ови недостаци су функционалне природе, с обзиром да су законска правила којима се уређује капитал трговаца вредносницама изразито скромна. Закон о тржишту капитала одређује капитал трговаца као збир основног капитала, допунског капитала I и допунског капитала II, као и других облика капитала умањен за одбитне ставке, остављајући Комисији да својим актима пропише облик и начин

³²⁹ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system, 55.

³³⁰ *Ibid.*, 57.

израчунавања капитала.³³¹ Међутим, иако је протекло више од четири године од усвајања закона, Комисија још увек није усвојила акта којима би се регулисала поменута питања, чиме се ствара правна празнина, јер се наведена законска одредба не примењује у пракси. На тај начин отвара се простор за бројне злоупотребе трговаца хартијама од вредности, што може довести до евентуалног угрожавања домаћег тржишта капитала и изазвати неповерење јавности у финансијски сектор.

³³¹ ЗТК, чл. 186, ст. 3.

ЛИКВИДНОСТ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

7.1 Ризик ликвидности

Ризик ликвидности припада групи финансијских ризика. Ризик ликвидности појављује се услед промене ликвидне позиције инвестиционих друштава, када њихова ликвидна средства нису довољна за испуњење доспелих обавеза, или уколико дође до неочекиваних одлива ликвидних средстава. Најчешће други финансијски ризици узрокују настанак ризика ликвидности, а посебно кредитни и тржишни ризици.³³²

Ризик ликвидности неминовно прате повишени трошкови пословања произашли из имобилизације средстава у форми неликвидних пласмана. Код ризика ликвидности инвестициона друштва се суочавају са два проблема: са мањком ликвидних средстава, односно немогућношћу да мобилишу ликвидна средства на тржишту. Поједини аутори уместо генеричног термина ризик ликвидности, користе термин “ризик ликвидности у погледу обезбеђивања средстава”, под којим се подразумева ризик да инвестициона друштва нису способна да финансирају своје дневне операције на тржишту.³³³

Под ликвидношћу трговаца хартијама од вредности претпоставља се могућност и способност да се правовремено испуне све преузете обавезе. Самим тим, ликвидност се битно разликује од солвентности. Ликвидност не претпоставља само спремност, већ и способност испуњења преузетих обавеза.³³⁴ Ликвидност представља стање у имовини трговаца хартијама од вредности у којем они имају довољно средстава да испуне преузете обавезе на дан њихове доспелости.³³⁵ Ризик ликвидности је ризик могућности

³³² В. Матић, “Ризик ликвидности”, *Банкарство*, бр.5-6/2008, 76. Кредитни ризик је ризик губитка који настаје услед неиспуњења новчане обавезе клијента према трговцу вредносницама. Тржишни ризик је ризик промене тржишне вредности портфеља. Утицај кредитног ризика на ризик ликвидности огледа се у пословима кредитирања (позајмљивања) хартија од вредности или новца клијентима, када клијент не измири доспеле обавезе према трговцу у року. Као пример утицаја тржишног ризика на ризик ликвидности навешћемо промене тржишних каматних стопа. Уколико каматне стопе порасту на тржишту, новчана средства која трговац вредносницама намерава да прода, како би повећао обим ликвидних средстава, изгубиће на вредности, или ће морати да их прода са губитком.

³³³ Ђ. Ђукић, 30.

³³⁴ Н. Орлић, “Ликвидност и бонитет банака”, *Правно-Економски Погледи*, бр.2/2011, 2.

³³⁵ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 132.

настанка негативних ефеката на финансијски резултат и капитал брокерско-дилерског друштва, односно банке услед неспособности тог друштва, тј. банке да испуњава доспеле обавезе.³³⁶

Ризик ликвидности посматра се као главни ризик када неликвидност великих размера доводи до стечаја банке, односно брокерско-дилерског друштва. Као пример може се навести настанак великих губитака код брокерско-дилерског друштва, односно банке, због стечаја великог клијента или групе повезаних клијената, који осим нарушеног поверења у јавности, може проузроковати повлачење средстава осталих клијената (депонената) и велике одливе ликвидних средстава, чиме се још више продубљује криза ликвидности банке, односно брокерско-дилерског друштва. Негативна перцепција повезана је са неспремношћу осталих учесника на тржишту капитала да пружи кредитну подршку инвестиционом друштву, које се суочава са потешкоћама ликвидности, како би заштитили сопствену ликвидност. Самим тим, инвестиционом друштву које није у могућности да мобилише ликвидна средства на тржишту капитала прети опасност од банкротства.³³⁷ Способност друштва да мобилише ликвидна средства на тржишту одређује дејство два чиниоца: степен ликвидности тржишта новца који варира током времена, као и ликвидност самог друштва. Доступност ликвидних средстава одређеног инвестиционог друштва зависи од чинилаца који су повезани са његовом кредитном способношћу и политиком мобилизације средстава коју води, што опет зависи од организационе структуре и начина пословања.³³⁸

Уколико је укупна потражња за ликвидношћу већа од укупне понуде, одбор директора инвестиционог друштва мора се суочити са дефицитом ликвидности, и одлучити на који начин ће прикупити потребна ликвидна средства. Може се десити и обратна ситуација, да је укупна понуда ликвидности већа од укупне потражње за ликвидношћу. У таквој ситуацији, управа инвестиционог друштва ће одлучити где и када ће инвестирати суфицит ликвидних средстава, све док та средства не буду била потребна за покриће будућих потреба ликвидности.³³⁹

³³⁶ ЗТК, чл. 191, ст. 1, Закон о банкама, чл. 30, ст. 1.

³³⁷ Ђ. Ђукић, 30.

³³⁸ *Ibid.*, 31.

³³⁹ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 74.

Време има пресудну улогу када је у питању ликвидност. У случају дугорочних пројекција ликвидности, управи инвестиционог друштва стоје на располагању бројни алтернативни извори средстава, док у случају хитне потребе за ликвидношћу, управа има ограничене изворе средстава, попут: продаје акумулираних ликвидних средстава, рекламирање депозитних услуга, уговарање дугорочних задуживања резерви од других финансијских институција.³⁴⁰

Правила ликвидности имају за циљ да обезбеде трговцима вредносница да поседују стабилне структуре финансирања и залихе високо квалитетне активе која ће бити довољна за задовољење потреба за ликвидношћу у периодима стреса.³⁴¹

7.2 Регулисање проблема ликвидности на међународном нивоу

Регулисање питања ликвидности међународних финансијских институција представља дуготрајан процес. Још је први председавајући Базелског комитета, сер Џорџ Бландел, отварајући први састанак 1975. године истакао да је његов мандат да помогне да се обезбеди солвентност и ликвидност банака. Бројни су проблеми са којима се суочавао Базелски комитет свих ових година по питању ликвидности, и то од саме дефиниције ликвидности до спровођења надзора, регулисања и управљања њеним ризиком.³⁴² Тек 1992. године, Базелски комитет је објавио документ – *Оквир за мерење и управљање ликвидношћу*, у којем се ликвидност финансијских институција посматра кроз три димензије: мерење и управљање захтевима за нето финансирањем; управљање приступа тржишту; контингентно планирање без навођења параметара и бројних вредности. Током 2000. године, Комитет је објавио документ *Поуздане праксе за управљање ликвидношћу банкарских организација*,³⁴³ у којем је објавио 14 принципа за управљање ликвидношћу. Међутим, ни у једном принципу није прецизно

³⁴⁰ *Ibid.*, 75.

³⁴¹ J. Caruana, “Изградња отпорног финансијског система”, 104-106.

³⁴² S. Ingves, 158.

³⁴³ Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations*, Basel, February 2000.

квантификовао ликвидност, нити је прописао стандарде којих се финансијске институције морају придржавати у свом пословању.³⁴⁴

Стога је било неопходно да тек светска економска криза 2008. године утиче на усвајање правила ликвидности у оквиру Базелског комитета. У званичном извештају Федералне корпорације за осигурање депозита (*Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*; тзв. Извештај материјалних губитака) експлицитно се наводи да је колапс већине комерцијалних банака превасходно био узрокован ризиком ликвидности и кредитним ризиком.³⁴⁵ Управо је светска економска криза истакла значај вођења политике ликвидности, с обзиром да су многобројна инвестициона друштва, упркос ваљаном управљању капиталом, имала проблеме по питању управљања ликвидношћу. Економска криза је нагласила да политика веће профитабилности, као извора капитализације и квалитетније примерености капитала инвестиционих друштава, мора водити тако да се не угрози ликвидност.³⁴⁶

Као одговор на поменути кризу, Базелски комитет за надгледање банака објавио је фебруара 2008. године документ *Управљање ризиком ликвидности и изазови супервизије*, којим је истакнуто да су многе финансијске институције, а пре свега банке, игнорисале примену низа основних правила управљања ризиком ликвидности у периодима суфицита ликвидности. Септембра 2008. године, Базелски комитет усвојио је *Принципе поузданог управљања ризиком ликвидности и супервизије*, који треба да допринесу побољшаном управљању ризиком ликвидности финансијских институција.³⁴⁷ Овим документом се обавезују и одбори директора да развију стратегије, политике и праксе управљања ликвидношћу, сходно прихватљивој толеранцији ризика, као и да обезбеде довољно квалитетних ликвидних средстава за решавање потреба ликвидности.³⁴⁸ Документ, такође, препоручује да би инвестициона друштва требало да имају ваљане процесе идентификовања, мерења, праћења и контроле изложености ризику ликвидности, као и обухватну пројекцију готовинских

³⁴⁴ Б. Кљајић, “Стандарди за обезбеђивање ликвидности према Базелу III”, *Банкарство*, бр.3/2012, 54-56. SAS Institute, Liquidity Risk Management After the Crisis, 2, <http://www.ssrn.com/abstract-id2056785>, 15.02.2014.

³⁴⁵ B. Imbierowicz, C. Rauch, The Relationship between Liquidity Risk and Credit Risk in Banks, 1, <http://www.ssrn.com/abstract-id1884917>, 17.02.2014.

³⁴⁶ В. Матић, “Базел III - увођење стандарда опште ликвидности”, *Банкарство*, бр.3-4/2011, 158.

³⁴⁷ Basel Committee on Banking Supervision, Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, Bank for International Settlements, September 2008.

³⁴⁸ M. Ojo, Basel III – Responses to Consultative Documents, Vital Aspects of the Consultative Processes and the Journey Culminating in the Present Framework, 18-19.

токова, која настаје из средстава, обавеза и ванбилансних ставки у дужем временском периоду. Осим тога, инвестициона друштва би требало да спроводе стрес тестове на редовној основи у односу на изложености, али и да редовно објављује податке, како би се омогућило другим учесницима на тржишту капитала да донесу ваљане одлуке о њиховој ликвидности.³⁴⁹

Нови оквир ликвидности Базелски комитет усвојио је 16. децембра 2010. године, заједно са новим правилима о минималним капиталним захтевима – *Базел III: Међународни оквир за мерење, стандарде и праћење ризика ликвидности*.³⁵⁰ Овим документом успостављена су два битна показатеља ликвидности: Показатељ покрића ликвидности (*Liquidity Coverage Ratio*; у даљем тексту: *LCR*) и Показатељ нето стабилног финансирања (*Net Stable Funding Ratio*; у даљем тексту: *NSFR*) у циљу промовисања знатно отпорнијег финансијског сектора на ризик ликвидности.³⁵¹

У Европи питање ликвидности регулисано је Директивом о капиталним захтевима. Директива усваја квалитативни приступ управљању ризиком ликвидности, захтевајући од инвестиционих друштава да успоставе одговарајуће процедуре за управљање и у непредвиђеним ситуацијама, на супрот Базелским правилима, који предвиђају квантитативни приступ у регулисању ликвидности.³⁵²

7.3 Показатељ покрића ликвидности

Високи капитални захтеви су неопходан услов за стабилност финансијског сектора, али не и довољан. Чврста основа ликвидности, подржана робустним стандардима супервизије, подједнако је важна. Увођењем минималних захтева ликвидности,

³⁴⁹ В. Матић, “Базел III – увођење стандарда опште ликвидности”, 160.

³⁵⁰ Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, Bank for International Settlements, December 2010.

³⁵¹ Z. Sarkany, 37.

³⁵² Неке земље Европске уније већ су прихватиле нове стандарде. Тако је Немачка усвојила квантитативни приступ уредбом из 2006. године, обавезујући брокерско-дилерска друштва и банке да одржавају довољан износ готовине и других средстава који се лако могу конвертовати у готовину да би се могле испунити доспеле обавезе у наредних месец дана. Велика Британија је уредбом из септембра 2009. године прихватила подељени приступ: опште је прихваћен квалитативни приступ ликвидности, док се инвестиционим друштвима са једноставним билансом стања допушта да примењују квантитативни приступ ликвидности. A.W. Hartlage, “The Basel III Liquidity Coverage Ratio and Financial Stability”, *Michigan Law Review*, Vol.111/2012, 461.

Базелски комитет настоји да промовише и хармонизује стандарде ликвидности на глобалном нивоу.³⁵³

Показатељ покрића ликвидности (*Liquidity Coverage Ratio*) представља један од два минимална стандарда за мерење изложености ризику ликвидности који је Базелски комитет дефинисао усвајањем Базела III. Сврха увођења овог показатеља јесте унапређење стабилности ликвидног ризичног профила инвестиционих друштава на краatak рок, у циљу обезбеђења одговарајућег нивоа високо ликвидне активе, која би требало да им омогући преживљавање стресног сценарија ликвидности у трајању од месец дана.³⁵⁴

Показатељ покрића ликвидности треба да омогући банкама и брокерско-дилерским друштвима да одржавају адекватан ниво неоптерећених, висококвалитетних средстава, која се једноставно могу конвертовати у готовину, да би задовољили своје потребе за ликвидношћу у трајању од 30 дана под знатно тежим стрес сценариом ликвидности, одређеним од стране надзорника. Минимални захтев је да расположива високоликвидна средства треба да омогуће инвестиционим друштвима да преживе до 30 дана по стрес сценарију, јер се подразумева да ће управа инвестиционог друштва, односно надзорници до тада предузети одговарајуће корективне мере.³⁵⁵

Показатељ покрића ликвидности представља однос између залиха високо ликвидне активе и укупног нето готовинског одлива у наредних 30 дана, који треба да буде једнак или већи од 100%. Приказује се следећом формулом:³⁵⁶

³⁵³ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements, December 2010, 8.

³⁵⁴ В. Матић, “Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности”, 130, Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 412.

³⁵⁵ Б. Кљајић, 58, G.J. Lyons, J. Hilland, E. Ligere, “Basel Bank Resilience and Liquidity Proposals Confirm the Global Paradigm Shift Toward Increased Financial Regulatory Oversight”, *The Banking Law Journal*, No.3/2010, 234- 235.

³⁵⁶ Навешћемо пример ради лакшег разумевања наведене формуле. Инвестиционо друштво „Ксара“ на дан 20.05.2015. поседује: 1) готовину у износу од 5.000 динара; 2) резерве код централне банке у износу од 2.000.000 динара; 3) потраживања гарантована од стране државе у износу од 1.000.000 динара и 4) обвезнице Републике Србије у номиналној вредности од 1.000.000 динара. Тог дана, друштву „Ксара“ доспевају обавезе у износу од 1.500.000 динара, док му 31.05.2015. године доспевају обавезе у износу од 1.500.000 динара. Да бисмо израчунали показатељ покрића ликвидности, претходно је потребно израчунати залихе високо ликвидне активе сабирањем (4.005.000 динара), а затим износ залиха високо ликвидне активе поделити укупним износом одлива готовине, тј. обавеза (3.000.000 динара). У датом случају, показатељ покрића ликвидности износи $4.005.000 : 3.000.000 = 1,335$ односно 133,5% ($1,335 * 100\% = 133,5\%$). Закључујемо да друштво „Ксара“ има довољно високо ликвидне имовине. Да је којим случајем вредност обавеза које доспевају 31.05.2015. године износила више (нпр. 3.500.000 динара),

$$\text{Показатељ покрића ликвидности} = \text{Залихе високо ликвидне активе} / \text{Укупни нето одливи готовине у наредних 30 дана} \geq 100\%$$

Залихе ће се сматрати високо ликвидним уколико се могу брзо и једноставно претворити у готовину, са малим или никаквим губитком вредности. Ликвидност залиха зависи од основног стрес сценарија. Базелски комитет наводи бројне чиниоце који могу утицати на вредност залиха. Ови чиниоци треба да омогуће надзорницима при процењивању средстава, која упркос испуњавању предвиђених критеријума, нису довољна ликвидна, да би била укључена у залихе високо ликвидне активе.³⁵⁷

Базелски комитет дефинише карактеристике високо ликвидне активе, при чему их групише као: 1) основне карактеристике; 2) тржишне карактеристике; и 3) оперативне карактеристике. У сету оперативних карактеристика је и захтев да инвестиционо друштво управља високо ликвидном активом са јасном намером да је једино користи као извор средстава у ванредним приликама.³⁵⁸

Полазећи од Базелских стандарда, Уредба о капиталним захтевима ЕУ исцрпно регулише основне карактеристике високо ликвидне активе инвестиционог друштва. Друштво је обавезно да прикаже следеће ставке као своју високо ликвидну активу: 1) готовину и изложености према централним банкама уколико је те изложености могуће повући у било ком тренутку у стресним ситуацијама; 2) осталу преносиву активу изузетно високе ликвидности и кредитног квалитета; 3) преносиву активу која представља потраживања од или за коју гарантују: државе чланице, територијалне аутономије или јединице локалне самоуправе; централне банке и субјекти јавног сектора; Банка за међународна поравнања, Међународни монетарни фонд, мултилатералне развојне банке; Европски одбор за финансијску стабилност. Високо ликвидном активом не сматра се актива која се инвестиционом друштву пружа као средство обезбеђења у склопу обратних репо трансакција и трансакција финансирања хартија од вредности и које друштво држи само за смањење кредитног ризика и коју законски и уговорно не може употребити.³⁵⁹

друштво не би имало довољно високо ликвидне активе, с обзиром да би показатељ покрића ликвидности био испод дозвољене границе ($4.005.000 : 5.000.000 = 0,801$ односно 80,1%).

³⁵⁷ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, Bank for International Settlements, January 2013, 7.

³⁵⁸ В. Матић, “Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности”, 130.

³⁵⁹ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 416, ст. 1, 2.

Тржишне карактеристике високо ликвидне активе инвестиционог друштва су: 1) да је неоптерећена; 2) да је није издало само друштво, његово матично друштво или његова друштва кћери; 3) да њену вредност одређују учесници на тржишту, или уколико није одређена на тржишту, њена вредност се одређује формулом, која се једноставно израчунава на основу јавно доступних података; 4) признаје се као средство обезбеђења за стално расположиве могућности централне банке у држави чланици или ако се ликвидна актива држи у циљу покривања ликвидносних одлива у валути треће земље, централне банке те треће земље; 5) овом активом тргује се на међународно признатим берзама, мултилатералним трговачким платформама или путем репо уговора на одобреним репо тржиштима.³⁶⁰

Уредба о капиталним захтевима ЕУ детаљно наводи оперативне захтеве за држање високо ликвидне активе. Инвестициона друштва су дужна да прикажу само ону високо ликвидну активу која испуњава следеће услове: 1) да је довољно распршена; 2) да је у правном и практичном смислу доступна у сваком тренутку током периода од 30 дана за уновчавање путем продаје или репо уговора, како би се испуниле обавезе које доспевају; 3) да је предмет посебне контролне функције за управљање ликвидношћу у друштву; 4) да се део високо ликвидне имовине периодично или најмање једанпут годишње повлачи путем продаје или репо уговора за следеће потребе: тестирање доступности тржишта за наведену активу, тестирање делотворности њених поступака за продају активе, тестирање употребљивости активе и смањивање ризика негативних сигнала у стресним ситуацијама.³⁶¹

Високо ликвидну активу чине две категорије средстава. Ниво 1 (*Level 1*) представља најликвиднија средства, и чине га: готовина; резерве код централне банке које се могу повући у условима стреса; утрживе хартије од вредности и потраживања која су гарантована од стране држава, централних банака, Европске централне банке, Међународног монетарног фонда, Банке за међународна поравнања и других. Актива се држи по тржишној вредности, није подложна промени вредности, а учешће у структури високо ликвидне активе је нелимитирано.³⁶²

³⁶⁰ *Ibid.*, чл. 416, ст. 3.

³⁶¹ *Ibid.*, чл. 417.

³⁶² Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, Bank for International Settlements, January 2013, 12.

Ниво 2 (*Level 2*) такође чине ликвидна средства: готовина; ниско ризичне корпоративне обвезнице; покривене обвезнице; утрживе хартије од вредности које емитују државе, централне банке и други субјекти.³⁶³ Код ове активе обавља се смањење вредности и тако утврђена вредност ове активе не може прећи 40% вредности укупне високо ликвидне активе за потребе показатеља покрића ликвидности.³⁶⁴

Националне власти могу по основу дискреционог права одлучити да одређена додатна средства укључе у Ниво 2 (тзв. Ниво 2Б). Приликом избора средстава која ће бити укључена у Ниво 2Б, од надзорника се очекује да обезбеди да поменута средства у потпуности испуњавају услове по питању квалитета. Такође, надзорници су обавезни да осигурају да банке и брокерско-дилерска друштва поседују одговарајуће системе за мерење, праћење и контролу потенцијалних ризика (нпр. кредитни и тржишни ризици), којима могу бити изложени током држања поменутих средстава. Ниво 2Б могу чинити: хартије од вредности обезбеђене хипотеком; корпоративне обвезнице, укључујући и комерцијалне записе; обичне акције.³⁶⁵

Високо ликвидна средства могу се рачунати коришћењем различитих рачуноводствених правила. Тако се средства Ниво 1 могу мерити по количини не већој од њихове тренутне тржишне вредности, што указује да се могу мерити по амортизованој вредности, док се средства Ниво 2 могу мерити искључиво према тренутној тржишној вредности.³⁶⁶

Укупни нето одливи готовине одређују се као разлика између укупних очекиваних одлива готовине и укупних очекиваних прилива готовине у наведеном стрес сценарију за наредних 30 календарских дана. Укупни очекивани одливи готовине израчунавају се множењем салда различитих категорија или врста обавеза и ванбилансних обавеза по стопама од којих се очекује да оне доспевају или да ће бити потраживане. Укупни

³⁶³ A.W. Hartlage, 464.

³⁶⁴ В. Матић, “Базел III – Међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности”, 130. У циљу разумевања поменуте одредбе навешћемо следећи пример. Инвестиционо друштво „Ксара“ поседује високо ликвидну активу која је разврстана у две категорије. Ниво 1 чине: 1) готовина у износу од 5.000 динара; 2) резерве код централне банке у износу од 2.000.000 динара и 3) потраживања гарантована од државе у износу од 1.000.000 динара. Ниво 2 чине обвезнице у вредности од 1.000.000 динара. У датом примеру вредност Нивоа 2 не прелази 40% укупне високо ликвидне активе ($1.000.000 : 4.005.000 = 0,249$ односно 24,9%). Уколико би вредност обвезница износила 2.000.000 динара, друштво би морало да обави смањење вредности Нивоа 2 продајом обвезница, с обзиром да би у том случају вредност Нивоа 2 прелазила праг од 40% укупне високо ликвидне активе ($2.000.000 : 4.005.000 = 0,499$ односно 49,9%).

³⁶⁵ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, Bank for International Settlements, January 2013, 14-15.

³⁶⁶ G. Song, The Cyclical Effects of Accounting Rules on Basel III Liquidity Regulation, 4, <http://www.ssrn.com/abstract-id2175689>, 22.02.2014.

оčekивани приливи готовине израчунавају се множењем салда различитих категорија уговорних потраживања стопама по којима се очекује да она доспевају у оквиру сценарија до агрегатног нивоа од 75% укупно очекиваних одлива готовине.³⁶⁷ То указује да се посматраном инвестиционом друштву допушта да буде неликвидно 25% на дан доспелости његових обавеза. Правно посматрано, ова одредба је контрадикторна, тиме и неприхватљива, јер се друштву допушта да послује упркос томе што је делимично неликвидно, док правила налажу да друштво мора бити ликвидно у свом пословању, јер у супротном над таквим друштвом може се покренути поступак ликвидације, односно стечаја.

У Базелу III исцрпно су одређене ставке билансних и ванбилансних обавеза, као и шта се све сматра новчаним приливима и одливима. Показатељ покрића ликвидности треба користити стално како би се помогло праћењу и контроли ризика ликвидности. Надзорници су дужни да извештавају о показатељу покрића ликвидности најмање једном месечно, са остављеним дискреционим правом да информишу и чешће, недељно или чак и дневно у стресним ситуацијама. Кашњења у извештавању требало би по могућству да буду што краћа, не дуже од две недеље.³⁶⁸ Након почетног периода разматрања, показатељ покрића ликвидности постаће минимални стандард у земљама чланицама Европске уније од 01.01.2015. године.³⁶⁹

Када показатељ покрића ликвидности буде примењен, праг од 100% представљаће минимални захтев у нормалним временима.³⁷⁰ Међутим, током периода стреса, од

³⁶⁷ C. Baldan, F. Zen, T. Rebonato, Liquidity risk and interest rate risk on banks: are they related?, University of Padova, 2012, 13, <http://www.ssrn.com/abstract=2152320>, 22.02.2014. Једноставан пример олакшава разумевање проблема. На пример, дана 15.05.2015. године инвестиционо друштво „Ксантија“ има: 1) недоспеле обавезе према финансијским институцијама (другим инвестиционим друштвима и банкама) у износу од 7.000.000 динара, које доспевају 20.05.2015. и 2) обавезе клијената обезбеђене залогом у износу од 3.000.000 динара које доспевају 31.05.2015. „Ксантија“ има: 1) приливе од клијената у износу од 2.500.000 динара и 2) потраживања од финансијских институција у износу од 5.000.000 динара, која доспевају 23.05.2015. године. Укупни очекивани одливи износе 10.000.000 динара, док укупни очекивани приливи износе 7.500.000 динара, односно 75% укупно очекиваних одлива готовине. Укупни нето одливи готовине друштва износе 2.500.000 динара (10.000.000 – 7.500.000 = 2.500.000).

³⁶⁸ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, Bank for International Settlements, January 2013, 37.

³⁶⁹ Неке од земаља ЕУ већ су усвојиле оквир ликвидности у своја национална законодавства, а међу њима је и Шведска, чије банке још од 2012. године извештавају Шведску Риксбанку (централну банку) и надзорне власти на тржишту капитала о показатељима покрића ликвидности. S. Ingves, 160.

³⁷⁰ Базелски комитет за надгледање банака и Европска управа за банкарство спровели су студије истраживања у неколико наврата: децембра 2009, јуна 2011 и децембра 2011, у којима су рачунали показатеље ликвидности LCR и NSFR на основу података који нису били јавно доступни. Студија из децембра 2011. године обухватила је 209 међународних банака, и то 102 из Групе 1 (међународно активне банке, чији капитал из Нивоа 1 прелази 3 билиона евра) и 107 из групе 2. Студија је открила да је пондерисани просек LCR за банке из прве групе 91%, односно 98% из друге групе. Такође установљен

инвестиционих друштава ће се очекивати да користе свој пул ликвидне активе, чиме ће привремено падати испод минималног захтева. Сврха показатеља покрића ликвидности је да омогући друштвима да у нормалним временима поседују чврсту финансијску структуру и да имају довољно ликвидне активе, како би се од централних банака тражило да поступају само као зајмодавци последње инстанце а не прве. Упркос високим трошковима приликом увођења показатеља ликвидности, очекује се да би предности режима чврсте ликвидности требало да премаше трошкове његовог увођења.³⁷¹

На крају, можемо се запитати да ли је поменута регулација заснована на правом методолошком приступу. Са једне стране, дефиницију покрића ликвидности Базелски комитет дефинисао је на основу историјских података о ликвидностима средстава током претходних криза, како у погледу саме дефиниције ликвидних средстава, тако и у погледу индикатора, као што је показатељ покрића ликвидности, пројектован за мерење стања ликвидности на краatak рок. Међутим, претходне финансијске кризе су нас научиле да се оне не могу предвидети, не само у смислу када ће се догодити, већ и колико ће се задржати и какве ће последице произвести. На основу тога, поједини аутори истичу да није могуће предвидети која ће се средства сматрати ликвидним и на који начин је ризик ликвидности повезан са њима.³⁷²

7.4 Показатељ нето стабилног финансирања

Показатељ нето стабилног финансирања (*Net Stable Funding Ratio*; даље: *NSFR*) представља други од два минимална стандарда за мерење изложености ризику ликвидности који је Базелски комитет дефинисао усвајањем Базела III, у циљу промовисања средњег и дугорочног финансирања средстава и активности

је недостатак LCR од 2.33 трилиона долара. Просечна пондерисана вредност за NSFR износи 94% за прву групу, односно 95% за другу групу банака. Укупни NSFR мањак је 3.24 трилиона долара. На основу спроведене студије, примећује се да финансијске институције још увек нису припремљене за захтевани праг од 100%. D. Wu, H. Hong, The Information Value of Basel III Liquidity Risk Measures, 10, <http://www.ssrn.com/abstract=2177614>, 23.11.2013.

³⁷¹ “Базел III – стандард ликвидности и стратегија за оцену примене стандарда”, *Банкарство*, бр.1/2012, 118-120.

³⁷² M. Neri, The Unintended Consequences of the Basel III Liquidity Risk Regulation, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid 2012, 11, <http://www.ssrn.com/abstract=2096821>, 25.01.2014.

финансијских институција. Показатељ успоставља минимално прихватљив износ стабилног финансирања на основу карактеристика ликвидности средстава и активности институција у периоду од годину дана. Показатељ је пројектован тако да делује као механизам за допуњавање показатеља покрића ликвидности, као и јачање улоге надзорника, уз истовремено промовисање структурних промена у профилима ризика ликвидности институција од проблематичног краткорочног финансирања ка сигурнијем, дугорочном финансирању средстава и пословних активности.³⁷³

Показатељ нето стабилног финансирања одређује се као однос између доступног (распољивог) износа средстава за стабилно финансирање и потребног износа средстава за стабилно финансирање, који мора бити виши од 100%.³⁷⁴ Формула је:³⁷⁵

$$\text{Показатељ стабилног нето финансирања} = \frac{\text{Распољиви износ средстава за стабилно финансирање}}{\text{Потребни износ средстава за стабилно финансирање}} > 100\%$$

Распољиви износ средстава за стабилно финансирање инвестиционог друштва одређује се као укупан износ: 1) капитала; 2) преференцијалних акција са роком доспелости од годину дана или дуже; 3) обвезнице са ефективним роком доспелости од годину дана или дуже; 4) дела недоспелих депозита и/или орочених депозита са роком доспелости мањим од годину дана, за које се очекује да остану у друштву дужи временски период упркос стресним догађајима; 5) дела средстава за финансирање са роком доспелости мањим од годину дана, за које се очекује да остану у друштву дужи период упркос стресним догађајима.³⁷⁶

³⁷³ Б. Кљајић, 58. За исламско банкарство видети: А. Boumediene, 13-15.

³⁷⁴ С. Baldan, F. Zen, T. Rebonato, 14.

³⁷⁵ Навешћемо једноставан пример у циљу лакшег разумевања проблема. Инвестиционо друштво „Аксел“ има распољиви износ средстава за стабилно финансирање у вредности од 10.000.000 динара, распоређен на следећи начин: 1) укупан износ капитала 5.000.000 динара; 2) „стабилне“ недоспеле депозите на рачуну код банке у износу од 3.000.000 динара и 3) орочене депозите са роком доспелости краћим од годину дана у износу од 2.000.000 динара. Потребан износ средстава за стабилно финансирање друштва „Аксел“ износи 9.500.000 динара, распоређен је на следећи начин: 1) готовина у износу од 4.000.000 динара; 2) неоптерећене утрживе хартије од вредности са преосталим роком доспелости од годину дана у вредности од 2.000.000 динара и 3) неоптерећени зајмови према клијентима у износу од 3.500.000 динара. Показатељ нето стабилног финансирања друштва износи: $10.000.000 : 9.500.000 = 1,05$ односно 105% ($1,05 * 100\% = 105\%$). Међутим, уколико би износ потребних средстава износио више (нпр. 11.000.000 динара) од износа распољивих средстава, показатељ нето стабилног финансирања друштва био би нижи од 100%, чиме би повредио најмању дозвољену границу ($10.000.000 : 11.000.000 = 0,909$ односно 90,9%).

³⁷⁶ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Bank for International Settlements, December 2010, 26.

Расположиви износ средстава за стабилно финансирање израчунава се множењем износа процењене категорије пасиве (акцијски капитал и обавезе су разврстани у пет категорија) са одговарајућим обједињеним фактором расположивог стабилног финансирања (*Available Stable Funding Factor*; у даљем тексту: *ASF Factor*).³⁷⁷

Компоненте расположивог износа средстава за стабилно финансирање и обједињени АСФ фактори за потребе рачунања овог показатеља су следећи:

- 1) укупан износ капитала, укључујући и Ниво 1 и Ниво 2, укупан износ преференцијалних акција које нису укључене у Ниво 2 капитала са роком доспелости од годину дана или дужи, укупан износ обезбеђених и необезбеђених кредита и обавеза, укључујући и орочене депозите, са преосталим роком доспелости од годину дана или дуже – АСФ фактор износи 100%;
- 2) “стабилни” недоспели депозити физичких лица и мањих предузећа, као и/или депозити са преосталим роком доспелости мањим од годину дана исте категорије депонената, за које се очекује да остану у банци дужи период, упркос стресним догађајима – АСФ фактор износи 90%;³⁷⁸
- 3) “мање стабилни” недоспели депозити физичких лица и мањих предузећа, као и/или депозити са преосталим роком доспелости мањим од годину дана исте категорије депонената, за које се очекује да остану у банци дужи период, упркос стресним догађајима – АСФ фактор износи 80%;³⁷⁹
- 4) необезбеђени велики извори финансирања, недоспели депозити, као и/или орочени депозити са роком доспелости мањим од годину дана, од нефинансијских компанија, држава, централних банака, мултилатералних развојних банака и локалних органа власти – АСФ фактор износи 50%;
- 5) све друге обавезе и категорије акцијског капитала које нису укључене у већ наведене категорије – АСФ фактор износи 0%.³⁸⁰

³⁷⁷ В. Матић, “Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (2)”, *Банкарство*, бр.3/2012, 122.

³⁷⁸ *Ibid.*

³⁷⁹ АСФ фактор повећан је са 80% на 90%, односно за претходну категорију са 90% на 95%. Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: The Net Stable Funding Ratio, Consultative Document, Bank for International Settlements, January 2014, 4.

³⁸⁰ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Bank for International Settlements, December 2010, 27.

Потребни износ средстава за стабилно финансирање израчунава се множењем износа вредности активе коју инвестиционо друштво држи и финансира, са одговарајућим обједињеним фактором потребног стабилног финансирања (*Required Stable Funding Factor*; у даљем тексту: *RSF Factor*). РСФ фактор је пропорционалан изложености средствима: што су средства ликвиднија, то је нижи РСФ фактор.³⁸¹

Компоненте потребног износа средстава за стабилно финансирање и обједињени РСФ фактори за потребе рачунања овог показатеља су следећи:

- 1) готовина одмах расположива за испуњење обавеза, неоптерећени краткорочни необезбеђени инструменти и трансакције са роком доспелости мањим од годину дана, неоптерећене хартије од вредности које испуњавају прописане услове, са роком доспелости мањим од годину дана, неоптерећени зајмови финансијским субјектима са преосталим роком доспелости мањим од годину дана – РСФ фактор износи 0%;³⁸²
- 2) неоптерећене утрживе хартије од вредности са преосталим роком доспелости од годину дана и дуже и које представљају потраживања или издате гаранције од стране држава, централних банака, Банке за међународна поравнања, Међународног монетарног фонда, Европске комисије, локалних органа власти, мултилатералних развојних банака, а које према стандардизованом приступу Базела II имају пондер ризика 0% - РСФ фактор износи 5%;
- 3) неоптерећене корпоративне обвезнице или покривене обвезнице рангиране са AA-или више, са преосталим роком доспелости од годину дана или дуже, а које испуњавају услове за ниво 2 у показатељу покрића ликвидности, као и неоптерећене утрживе хартије од вредности са преосталим роком доспелости од годину дана или дуже, а које представљају потраживања или издате гаранције од стране држава, централних банака, Банке за међународна поравнања, Међународног монетарног фонда, Европске комисије, локалних органа власти, а које према стандардизованом приступу Базела II имају пондер ризика 20% - РСФ фактор износи 20%;³⁸³

³⁸¹ A. Dietrich, G. Wanzenried, K. Hess, The good and bad news about the new liquidity rules of Basel III in Western European countries, 11, <http://www.ssrn.com/abstract-id2139380>, 22.02.2014.

³⁸² В. Матић, “Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (2)”, 122.

³⁸³ *Ibid.*, 124. Поменути РСФ фактор снижен је са 20% на 15%, видети: Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: The Net Stable Funding Ratio, Consultative Document, Bank for International Settlements, January 2014, 7.

4) неоптерећено злато, неоптерећене акције које нису издале финансијске институције или њихове филијале, а котирају се на признатим берзама, као и неоптерећене корпоративне обвезнице и покривене обвезнице које испуњавају низ предвиђених услова, неоптерећени зајмови издати нефинансијским корпоративним клијентима, државама, централним банкама, органима локалне самоуправе, са преосталим роком доспелости мањим од годину дана – РСФ фактор износи 50%;³⁸⁴

5) неоптерећене резидуалне хипотеке без обзира на рок доспелости квалификоване пондером ризика од 35% или ниже према стандардизованом приступу за кредитни ризик Базела II, као и други неоптерећени зајмови, изузев зајмова финансијским институцијама са преосталим роком доспелости од годину дана или дуже квалификовани пондером ризика од 35% или ниже према стандардизованом приступу за кредитни ризик Базела II – РСФ фактор износи 65%;

6) неоптерећени зајмови физичким лицима и мањим привредним друштвима са преосталим роком доспелости мањим од годину дана (они који нису разврстани за РСФ фактор од 65% из претходне категорије) – РСФ фактор износи 85%;

7) сва друга средства која нису укључена у претходних шест категорија – РСФ фактор износи 100%.³⁸⁵

Показатељ нето стабилног финансирања по први пут је дефинисан Базел III стандардима, при чему је Директивом о примерености капитала 2013/36/EУ предвиђено да се примени постепени приступ код усвајања поменутог стандарда између 2015. и 2018. године, како би се у међувремену оцењивао његов утицај током периода посматрања. Након периода посматрања,³⁸⁶ показатељ нето стабилног финансирања постаће обавезан минимални стандард у земљама чланицама Европске уније 01.01.2018. године.³⁸⁷

³⁸⁴ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Bank for International Settlements, December 2010, 29.

³⁸⁵ *Ibid.*, 30. S.W. Schmitz, The Impact of the Basel III Liquidity Standards on the Implementation of Monetary Policy, 33, <http://www.ssrn.com/abstract=1869810>, 23.02.2014.

³⁸⁶ У истраживањима која су обухватила банке у седам западноевропских земаља, у периоду од 1996. до 2010. године, констатовано је да је просечни NSFR износио 96.9%. Минимална вредност NSFR износила је 20.8%, док је максимална вредност износила 208.5%. Треба имати у виду да је 60 одсто посматраних банака имало мањи NSFR од 100%, колико прописује Базел III. A. Dietrich, G. Wanzenried, K. Hess, 23.

³⁸⁷ J. Caruana, “Изградња отпорног финансијског система”, 104.

Надзорници су дужни да показатељ нето стабилног финансирања израчунавају и о њему извештавају најмање једном квартално. Кашњења у извештавању о показатељима ликвидности нису прихватљива, и док за показатељ покрића ликвидности не би требало да буде дуже од две недеље, извештавање о показатељу нето стабилног финансирања треба да буде усклађено са капиталним стандардима.³⁸⁸

И док показатељ покрића ликвидности има директне последице на потраживања инвестиционих друштава, као и на прибегавање операцијама централне банке, показатељ нето стабилног финансирања захтева структурне промене у финансирању банака и брокерско-дилерских друштава. Ове промене могу индиректно утицати на тржиште капитала, као и на вођење монетарне политике.³⁸⁹

Очекујемо да ће одговарајућа примена ова два показатеља (LCR, NSFR) за обезбеђивање ликвидности, уз строже капиталне захтеве, спречити настанак будућих криза, односно уколико се оне појаве, смањиће њихов обим. Примена у пракси показује да ли има простора за извесне корекције и надградње, како би се постигао што стабилнији и отпорнији финансијски сектор, који би могао ваљано да се супротстави свим изазовима и евентуалним финансијским кризама које се могу појавити.³⁹⁰

Међутим, подизањем капиталних захтева и усвајањем нових стандарда ликвидности представља за инвестициона друштва додатни финансијски трошак у њиховом пословању. Да би наставили са пословањем и опстали на тржишту, друштва могу предузети низ мера, а једна од њих је и подизање каматних стопа на кредите. Смањење кредитне активности утиче на смањење удела ризичне aktive у њиховим билансима. Али смањена кредитна активност утиче и на смањење потрошње домаћинства и привреде. Стога су и остављени дуги прелазни периоди за усвајање показатеља ликвидности, чак до 2018. године.³⁹¹

³⁸⁸ В. Матић, “Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (8)”, *Банкарство*, бр.3/2013, 188.

³⁸⁹ А. Scalia, S. Longoni, T. Rosolin, “The Net Stable Funding Ratio and banks’ participation in monetary policy operations: some evidence for the euro zona”, *Questioni di Economia e Finanza*, No.195, September 2013, 5, <http://www.ssrn.com/abstract=2369277>, 22.02.2014.

³⁹⁰ Б. Кљајић, 62.

³⁹¹ А. Locarno, “The macroeconomic impact of Basel III on the Italian economy”, *Questioni di Economia e Finanza*, No.88, February 2011, 20, <http://www.ssrn.com/abstract=1849870>, 28.02.2014.

7.5 Стратегије управљања ризиком ликвидности у Србији

Пажљиво управљање ризиком ликвидности обухвата одређивање стратегије и политике за инвестициона друштва, обезбеђивање ефикасног надзора од стране одбора директора, као и поседовање одговарајућег информационог система за мерење, праћење, информисање и контролисање ризика ликвидности. Формалност и софистицираност процеса управљања ризиком ликвидности требају бити одговарајући свеобухватном нивоу ризика који инвестиционо друштво преузима.³⁹²

Свако инвестиционо друштво је у обавези да има развијену структуру управљања за ефикасно спровођење стратегије ликвидности. Брокерско-дилерско друштво, односно овлашћена банка су обавезни да усвоје стратегију за управљање ризиком ликвидности, којом се дефинишу: циљеви стратегије, општи приступ који ће применити при управљању ризиком ликвидности на краћи или дужи рок, оквир за политику управљања ризиком ликвидности.³⁹³

У наредном делу рада, биће засебно приказано управљање ризиком ликвидности овлашћених банака, односно брокерско-дилерских друштава, услед особености њиховог регулисања. На овлашћену банку не примењују се правила о управљању ризиком ликвидности дефинисана Законом о тржишту капитала,³⁹⁴ с обзиром да је овлашћена банка само организациони део банке (огранак банке) специјализован за трговину хартијама од вредности. Поменуто питање регулисано је банкарским прописима, те се правила која се односе на управљање ликвидношћу банака примењују и на овлашћене банке, као њихов огранак овлашћен за трговину хартијама од вредности. Сматрамо да је оправдана примена општих правила о управљању ликвидношћу банака на овлашћене банке, будући да се овлашћене банке излажу ризику ликвидности на тржишту капитала, исто као и приликом обављања редовних банкарских послова на тржишту новца. У прилог томе треба навести да су овлашћене банке изузете од примене правила Закона о тржишту капитала, те би у недостатку

³⁹² Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations, Basel, February 2000, 2, S. Gleeson, *International Regulation of Banking: Basel II: Capital and Risk Requirements*, Oxford University Press, New York 2010, 299.

³⁹³ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 81.

³⁹⁴ ЗТК, чл. 213, ст. 1.

банкарских прописа ово значајно питање остало нерегулисано, што је правно недопустиво, јер би то проузроковало бројне злоупотребе на тржишту капитала.

7.5.1 Управљање ликвидношћу банака

Ликвидност је од изузетне важности за банку, с обзиром да неликвидност може бити подједнако опасна као и инсолвентност. Политика одржавања ликвидности банке темељи се на управљању активом и пасивом. Првобитно је била оријентисана на краткорочне кредите, с обзиром да је доминантна стратегија одржавања ликвидности била стратегија краткорочних комерцијалних кредита покривених робним меницама. Почетак 20. века, пратио је убрзани развој тржишта новца, што је омогућило банкама да диверзификују сопствену резервну активу и формирају секундарне резерве, укључујући и хартије од вредности које су се лако могле продати на тржишту, услед сталне потражње за њима.³⁹⁵ По завршетку Другог светског рата, банке су развиле стратегију управљања ликвидношћу на основу пласмана са антиципираним дохотком, што је значило већу оријентисаност банака на средњорочне и дугорочне кредите привреди и становништву, на основу пораста депозита. Од шездесетих година 20. века, банке развијених земаља политику ликвидности темеље на стратегији управљања пасивом, чему претходи развијено финансијско тржиште.³⁹⁶

Сврха управљања ризиком ликвидности треба да буде избегавање стања да банка има негативну нето ликвидну активу. Из тога произлази да у савременим условима банкарског пословања, управљање активом и пасивом (*asset-liability management*; у даљем тексту: *ALM*) представља кључну радњу. Поменути приступ ликвидносној позицији банке значи лимитирање ризика ликвидности на специфичне факторе банке, изван оних који се односе на кредитни ризик банке и ликвидност тржишта у целини.³⁹⁷

Ваља напоменути да активу биланса банке чине инструменти различитог степена ликвидности, од најликвиднијих инструмената, попут новца на рачунима код централне банке, утрживих хартија од вредности, до ненаплативих зајмова и кредита.

³⁹⁵ Т. Јованић, 58.

³⁹⁶ *Ibid.*

³⁹⁷ Ђ. Ђукић, 126.

Пасиву биланса банке чине поред депозита и других обавеза исплате са кратким роковима и орочене обавезе. Такође, ванбилансне позиције банке могу утицати на њену ликвидност, јер се многе могу активирати у неком каснијем периоду.³⁹⁸

Банка може обезбедити додатна ликвидна средства продајом постојећих ставки активе (управљање активом), али и позајмљивањем новца на тржишту (управљање пасивом). Уколико банка управља активом, то значи да ће се она одлучити за продају краткорочних државних хартија од вредности, с обзиром да се лако продају, због сталне потражње за њима на тржишту, као и због непостојања кредитног ризика. При обављању продаје хартија могу се јавити трансакциони трошкови, као и потенцијални ризик капиталног губитка, који се може јавити у ситуацији када дође до пораста каматних стопа у периоду након што је банка купила државне хартије. Поменути проблем може се ублажити ако банка задржи хартије од вредности до тренутка доспелости и прибегне репо послу, а не продаји.³⁹⁹ Обављањем репо посла, банка продаје хартије од вредности уз обавезу поновног откупа тих хартија, односно хартија од вредности са истим карактеристикама према унапред утврђеној цени и на унапред, односно накнадно утврђен будући датум који одређује банка. При закључењу репо уговора потребно је испунити следеће услове: 1) да банка, односно друга уговорна страна пренесе право својине на хартијама од вредности које су предмет тог уговора и 2) да банка хартије од вредности које су предмет тог уговора може пренети само једној уговорној страни.⁴⁰⁰

Приликом управљања ликвидношћу, значајно се разликује позиција малих и великих банака. Велике банке обично прибегавају управљању пасивом. Услед високог кредитног рејтинга и поверења јавности, велике банке попуњавају краткорочни пропуст у ликвидности позајмљивањем средстава на тржишту новца. Постоје два начина обезбеђивања ликвидности: купопродаја током ноћи и купопродаја са дужим роком доспећа. Купопродаја током ноћи обухвата: куповина ликвидних средстава на брокерском тржишту од других великих банака, куповина евродолара током ноћи преко брокера на еуровалутном тржишту, рекуповина државних хартија од вредности преко дилера на тржишту државних вредносница, куповина од централне банке преко шалтера. Купопродаја са дужим роком доспећа обухвата: куповину на подлози емисије

³⁹⁸ Т. Јованић, 57.

³⁹⁹ Ђ. Ђукић, 129.

⁴⁰⁰ Одлука о адекватности капитала банке, *Службени гласник РС*, бр.46/2011, 6/2013 и 51/2014, чл. 2, тач. 69.

и продају благајничких записа банке, депозитне сертификате са променљивом каматном стопом, куповину евродолара на дужи рок преко брокера евро-валута. За велике банке је важно да остану стално у могућности да купују ликвидна средства на тржишту, односно да не буде угрожена њихова репутација на тржишту, што највише зависи од управе банке.⁴⁰¹

Такође, банка је дужна да идентификује велике изворе средстава, чије би повлачење из финансијског потенцијала банке могло проузроковати озбиљан проблем ликвидности. Банка и надзорници би требало да утврде концентрацију средстава према сваком значајном клијенту на тржишту капитала, као и према значајним врстама инструмената и то као проценат изложености средстава и као значајни раст концентрације средстава.⁴⁰²

Банка је обавезна да усвоји политике и процедуре за управљање ризиком ликвидности који мора садржати неколико елемената: 1) идентификација постојећег ризика ликвидности, као и потенцијалног ризика ликвидности који може произаћи из пословних активности банке на тржишту хартија од вредности; 2) успостављање информационог система за континуирано мерење и управљање ризиком ликвидности, а нарочито за: планирање прилива и одлива новчаних средстава, утврђивање и праћење коефицијента ликвидности на дневној основи, мерење и праћење ликвидности банке на дневној основи, мерење и праћење ликвидности за сваку валуту значајну за укупну ликвидност банке, праћење усклађености пословања са успостављеним лимитима банке за управљање ризиком ликвидности, утврђивање процедуре којима се обезбеђује поступање у ситуацијама које могу довести до критично ниског нивоа ликвидности⁴⁰³; 3) контролисање ризика ликвидности, односно одржавање на прихватљивом за ризични профил банке; 4) израда извештаја и информисање управе банке; 5) поступање банке у случају привремених и дугорочних поремећаја ликвидности.⁴⁰⁴

Процедуре за управљање ризиком ликвидности морају одговарати величини, ризичном профилу овлашћене банке и сложености послова и услуга које постоје у њеном пословању, с обзиром да поред обављања послова на тржишту новца, овлашћене банке тргују серијским хартијама од вредности на тржишту капитала.

⁴⁰¹ Ђ. Ђукић, 130.

⁴⁰² В. Матић, “Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (4)”, *Банкарство*, бр.5/2012, 128.

⁴⁰³ Одлука о управљању ризицима, чл. 9, 10.

⁴⁰⁴ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 83.

Правило је да банка изради различите сценарије који се односе на понашање токова у различитим ситуацијама. Постоја три таква сценарија: 1) сценарио за нормалне услове пословања (*going-concern*) – банка установљава начин пословања за новчане токове који се односе на биланс банке у нормалним условима пословања. 2) сценарио који се односи на ликвидност банке у кризној ситуацији – обележава немогућност банке да битан део својих обавеза продужи или замени, чиме наступа смањење билансне суме. 3) сценарио за општу кризу на тржишту која утиче на укупну ликвидност банкарског сектора или његовог значајног дела – предвиђања ликвидности банке спроводе се на основу квалитета кредитног портфеља.⁴⁰⁵

Осим развијеног информационог система, политика и процедура, квалитетно управљање ликвидношћу банака захтева и посвећеност њених органа: 1) одбора директора који је одговоран за стратегију управљања ризиком ликвидности, као и усвајање одлуке о целокупном оквиру за управљање ликвидношћу; 2) извршног одбора који је задужен за примену политике управљања ризиком ликвидности, надзор над увођењем, одржавањем и управљањем информационим системима, као и успостављањем ефикасне интерне контроле над процесом управљања ликвидношћу⁴⁰⁶; 3) појединих стручњака који имају потребна знања и искуства; 4) одбора за управљање активом и пасивом у чијој је надлежности да прати изложеност банке ризицима, као и да предлаже мере за управљање ризиком ликвидности.⁴⁰⁷

Да би одржала дати ниво ликвидности, банка је обавезна да рачуна показатељ ликвидности, тако да износи најмање 1 – уколико је обрачунат као просек показатеља ликвидности за све радне дане у месецу. Показатељ не може бити мањи од 0,9 дуже од три узастопна радна дана, односно 0,8 за један радни дан, јер у том случају банка има критично низак ниво ликвидности. Банка је дужна да о томе обавести Народну банку Србије најкасније наредног радног дана.⁴⁰⁸

Како би се допринело што квалитетнијем управљању ризиком ликвидности, Базелски комитет је осим стандарда формулисао и алате за мониторинг овог ризика. Међу значајним алатима свакако су показатељи за рано упозорење на ризик ликвидности. У питању су тржишни алати који се односе на информације са тржишта

⁴⁰⁵ Ђ. Ђукић, 131.

⁴⁰⁶ В. Матић, “Ризик ликвидности”, 77.

⁴⁰⁷ Закон о банкама, чл. 81, ст. 2.

⁴⁰⁸ Одлука о управљању ризицима, чл. 4.

капитала, информације о финансијском сектору и информације по банкама. Комитет је нагласио да је неопходно пажљиво их тумачити, с обзиром да њихов утицај на ликвидну позицију појединих учесника на тржишту може бити различит.⁴⁰⁹

У Великој Британији Управа за финансијске услуге усвојила је документ *Јачање стандарда ликвидности (Strengthening Liquidity Standards)* који се примењује и на банке и брокерско-дилерска друштва, а који наглашава значај објављивања информација,⁴¹⁰ како би се омогућило учесницима на тржишту да донесу одговарајуће одлуке у погледу стања ликвидности поједине банке, односно брокерско-дилерског друштва, као и начинима управљања ризиком ликвидности. Осим тога, надзорници су одговорни за евентуалну интервенцију, да би осигурали да су банке и брокерско-дилерска друштва предузеле ефикасне и благовремене корективне мере у решавању проблема управљања ризиком ликвидности.⁴¹¹

У домаћем праву, Народна банка Србије обавезна је да доставља Комисији за хартије од вредности извештаје или информације које прикупи у вези са управљањем ликвидношћу овлашћене банке, без обзира на то да ли су такви извештаји и информације засебни или су део извештаја и информација прикупљених у вези са банком чији је овлашћена банка део.⁴¹²

Комисија за хартије од вредности надлежна је само за спровођење контроле и надзора над управљањем ликвидношћу овлашћене банке. Уколико Комисија установи мањкавости у погледу управљања ликвидношћу (нпр. установи да је овлашћена банка дуже време неликвидна), може изрећи овлашћеној банци мере ради њиховог отклањања. Као крајњу меру, Комисија може овлашћеној банци привремено или трајно забранити пословање хартијама од вредности, али јој не може забранити обављање банкарских послова на тржишту новца. Осим тога, Комисија може казнити за прекршај

⁴⁰⁹ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Bank for International Settlements, December 2010, 37, 38. В. Матић, "Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (7)", *Банкарство*, бр.2/2013, 212.

⁴¹⁰ О утицају транспарентности података на ликвидност банака видети: L. Ratnovski, Liquidity and Transparency in Bank Risk Management, *IMF Working Paper*, 2013, <http://www.ssrn.com/abstract-id2222480>, 10.04.2014.

⁴¹¹ G.A. Walker, "Capital and liquidity reform – a new global agenda", 361, C. Proctor, *The Law and Practice of International Banking*, Oxford University Press, Oxford 2010, 136-138.

⁴¹² ЗТК, чл. 213, ст. 2.

овлашћену банку новчаном казном од 100.000 до 2.000.000 динара уколико не примењује процедуре за управљање ризиком ликвидности.⁴¹³

7.5.2 Управљање ликвидношћу брокерско-дилерских друштава

Директива о примерености капитала обавезује брокерско-дилерска друштва да имају робусне стратегије, политике и процедуре за утврђивање, мерење и праћење ризика ликвидности, те управљање истим током одговарајућег периода, укључујући и дневно рачунање ликвидности, како би се осигурало да друштва одржавају одговарајуће нивое показатеља ликвидности. Поменуте стратегије, политике и процедуре за управљање ликвидношћу морају бити сразмерне сложености, профилу ризичности, обиму пословања друштва и толеранцији ризика коју одређује управа друштва.⁴¹⁴ Осим тога, надлежна надзорна тела обавезују брокерско-дилерска друштва да развију методологију за утврђивање, мерење и праћење позиција извора финансирања и управљања њима. Методологије обухватају текуће и планиране новчане токове који произлазе из имовине, обавеза, ванбилансних ставки, укључујући потенцијалне обавезе и утицај репутационог ризика. Брокерско-дилерска друштва су дужна да разликују заложену и неоптерећену имовину која им је на располагању у сваком тренутку, нарочито током кризних ситуација. Надзорна тела у ЕУ налажу брокерско-дилерским друштвима да користе различите алате за смањење ризика ликвидности, укључујући и поседовање довољно распршене (диверсификоване) структуре извора финансирања, како би били у могућности да издрже потенцијалне стресне догађаје.⁴¹⁵

Закључује се да брокерско-дилерска друштва морају обезбедити довољно распршен заштитни слој ликвидне имовине коју могу искористити за покриће ликвидносних потреба у периодима краткорочног ликвидносног стреса. Како није могуће унапред предвидети која ће имовина у оквиру одређене категорије имовине бити изложена стресним ситуацијама, потребно је да друштва одржавају висококвалитетни заштитни слој ликвидности који се састоји од различитих категорија имовине. Међутим,

⁴¹³ ЗТК, чл. 293.

⁴¹⁴ Директива о адекватности капитала 2013/36/ЕУ, чл. 86, ст. 1, 2.

⁴¹⁵ *Ibid.*, чл. 86, ст. 4-7.

претерана концентрација имовине и прекомерно ослањање на тржишну ликвидност може проузроковати системски ризик за финансијски сектор, те је потребно узети у разматрање широк и распршен скуп квалитетне имовине која ће се користити за покривање ликвидности. Имовином изузетно високе ликвидности осим готовине, сматрају се државне обвезнице и покривене обвезнице којима се тргује на регулисаним тржиштима капитала. Када брокерско-дилерска друштва искористе резерву ликвидности, дужна су да направе план за обнову својих улагања у ликвидну имовину. Друштва треба увек да имају на располагању резерве ликвидне имовине за покриће одлива ликвидности.⁴¹⁶

Српско право површно регулише питање управљања ризиком ликвидности брокерско-дилерских друштава. Закон обавезује брокерско-дилерско друштво да изради и примењује политике и поступке континуираног мерења, праћења и управљања ризиком ликвидности. Осим тога, дужно је да редовно проверава исправност поставки на којима је заснован систем за управљање ризиком ликвидности, као и да управља текућим и будућим новчаним приливима и одливима. Друштво је обавезно да предузима мере за спречавање неликвидности, односно да усвоји планове поступања у ситуацијама кризе ликвидности.⁴¹⁷

Брокерско-дилерско друштво прати ликвидност дневним израчунавањем коефицијента ликвидности. Коефицијент не сме бити мањи од један, у супротном друштво мора предузети мере како би вратило износ на један. Коефицијент ликвидности рачуна се дељењем укупног износа ликвидних средстава (која доспевају најкасније за пет дана) које друштво има одређеног дана, са износом доспелих обавеза, увећаних за износе краткорочних обавеза (до пет дана доспелости) у пословима које је обавило за свој рачун или за рачун својих клијената.⁴¹⁸

⁴¹⁶ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 1, тач. 100.

⁴¹⁷ ЗТК, чл. 191, ст. 2.

⁴¹⁸ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 132. Ради лакшег разумевања навешћемо пример израчунавања коефицијента ликвидности. Примера ради, брокерско-дилерско друштво „Ами“ на дан 01.05.2015. године поседује: 1) готов новац у износу од 5.000 динара; 2) новац на текућем трачуну код банке у износу од 200.000 динара; 3) депозит по виђењу код друге банке у износу од 300.000 динара; 4) орочени депозит који доспева 04.05.2015. године у износу од 100.000 динара и 5) обвезнице Републике Србије номиналне вредности 200.000 динара. На дан 01.05. друштву доспевају обавезе у износу од 400.000 динара, док му 05.05. доспевају обавезе у износу од 300.000 динара. Да бисмо израчунали коефицијент ликвидности друштва, претходно је потребно сабрати износе готовог новца ($5.000 + 200.000 + 300.000 + 100.000 + 200.000 = 805.000$), а затим добијени износ поделити укупним износом обавеза ($400.000 + 300.000 = 700.000$). Добијамо да је коефицијент ликвидности друштва 1,15 ($805.000 : 700.000 = 1,15$), што указује да је „Ами“ ликвидан на дан 01. маја, с обзиром да му је коефицијент већи од један. Међутим,

Ликвидна средства брокерско-дилерског друштва чине: готов новац; стање на новчаним текућим рачунима; депозити по виђењу, као и орочени депозити са роком доспелости до пет дана; обвезнице или купони од обвезница, благајнички записи и друге вредноснице чији је емитент Република Србија, Народна банка Србије, централна банка или влада државе чланице ЕУ или државе чланице Организације за економску сарадњу и развој; потраживања од Централног регистра хартија од вредности, или других клириншко депозитних друштава на основу прихода од продаје вредносница на берзи чланици Међународне федерације берзи; неискоришћени део уговором предвиђених безусловних кредитних инструмената банака са седиштем у Републици Србији, држави чланици ЕУ или ОЕСД, који може бити искоришћен у року од пет дана у износу утврђеним тим уговором; доспела и недоспела потраживања која су друштву унапред плаћена или постоји потврда издата од банке као доказ да је плаћање извршено.⁴¹⁹

Доспеле обавезе брокерско-дилерског друштва јесу све обавезе настале из послова тог друштва који су извршени за сопствени рачун или за рачун клијената које су доспеле за наплату до дана за који се коефицијент ликвидности израчунава. Обавезе чине све неопозиве билансне и ванбилансне обавезе настале из комисионих послова, давања обезбеђења наплате потраживања, као и сви очекивани трошкови који нису евидентирани као обавезе, а који ће се појавити у року од једног дана.⁴²⁰

У циљу ваљаног управљања ризиком ликвидности, брокерско-дилерско друштво је дужно да примењује активну политику управљања ликвидним средствима и обавезама, што укључује стално надгледање и усклађивање финансијских токова како би благовремено препознало изложеност ризику ликвидности. У случају поремећаја ликвидности у току пословања брокерско-дилерског друштва, одговорност сnose његови власници (акционари). Брокерско-дилерском друштву забрањује се да исплаћује дивиденде својим акционарима и учешћа у добити члановима управе, уколико није обезбеђен најмањи обим ликвидности, односно уколико због исплате добити, не би могао да се обезбеди најмањи обим ликвидности који се прописује.⁴²¹

уколико би вредност обавеза износила више (нпр. 1.000.000 динара), „Ами“ би повредио најмању дозвољену ликвидност, с обзиром да би му коефицијент износио мање од један ($805.000 : 1.000.000 = 0,805$).

⁴¹⁹ Правилник о примереном капиталу, чл. 31.

⁴²⁰ *Ibid.*, чл. 32.

⁴²¹ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 88.

Уколико друштво закасни у плаћању својих доспелих новчаних обавеза, дужно је да о томе обавести Комисију за хартије од вредности најкасније наредног дана од дана наступања немогућности измирења те обавезе. Такође, друштво је обавезно да достави Комисији за хартије од вредности месечни извештај о коефицијентима ликвидности и обиму ликвидности. Комисија може казнити за прекршај брокерско-дилерско друштво новчаном казном од 100.000 до 2.000.000 динара уколико повреди одредбе о управљању ликвидношћу.⁴²²

Концепт управљања ризиком ликвидности трговаца хартијама од вредности у Србији показује озбиљне недостатке. Ови недостаци су пре свега практичне (функционалне) природе, с обзиром да имамо одвојену регулисаност овлашћених банака и брокерско-дилерских друштава. И док је питање управљања ликвидношћу овлашћених банака регулисано банкарским прописима и делимично усклађено са Базелским прописима и директивама ЕУ, управљање ликвидношћу брокерско-дилерских друштава је изразито скромно регулисано. Закон о тржишту капитала садржи свега неколико правила којима се уређује управљање ризиком ликвидности брокерско-дилерских друштава. Посебно треба нагласити да су законска правила која регулишу управљање ликвидношћу ограниченог домаћаја, те је отежана њихова примена у пракси. Разлог томе је недоношење правилника који би регулисао питање управљања ризиком ликвидности брокерско-дилерских друштава, док се Правилник о примереном капиталу из 2003. године, који површно регулише поменуто питање не примењује. Нажалост, домаћа регулаторна и надзорна тела не осећају за сходно да правовремено регулишу овако осетљиво питање, чиме се стварају могућности за бројне злоупотребе од стране трговаца хартијама од вредности.

Иако је српско тржиште капитала скоро постављено на нове, савремене основе, усвајањем Закона о тржишту капитала 2011. године, још увек у бројним питањима заостаје за достигнућима у развијеним земљама. Разлози за неусвајање подзаконских правила којима би се регулисало управљање ликвидношћу брокерско-дилерских друштава су бројни, између осталог: недовољна финансијска средства, непостојање довољно стручног кадра, релативно мало и неконкурентно тржиште капитала.

Неминовно је да ће у скоријој будућности поменути закон бити мењан, како би се у потпуности ускладио са прописима Европске уније, с обзиром да је то обавеза Србије,

⁴²² ЗТК, чл. 293.

као земље кандидата за чланство у ЕУ. Стога би требало размишљати у правцу прихватања показатеља покрића ликвидности и показатеља нето стабилног финансирања, који представљају суштину управљања ризиком ликвидности инвестиционих друштава у ЕУ. Усвајањем поменутих показатеља ликвидности створили би се предуслови за постизање одређеног степена развоја домаћих трговаца хартијама од вредности. Финансијско јачање трговаца вредносницама, као главних учесника на тржишту капитала, допринеће бржем развоју и конкурентности домаћег тржишта капитала, као и очувању поверења у функционисање тржишта.

ПРИМЕРЕНОСТ (АДЕКВАТНОСТ) КАПИТАЛА

8.1 Појам примерености капитала трговаца хартијама од вредности

Примереност (адекватност) капитала представља однос нето вредности капитала брокерско-дилерског друштва, односно овлашћене банке, према ризицима у њиховом пословању. Однос мора бити такав да капитал инвестиционог друштва буде најмање једнак потенцијалним губицима, због ризика у пословању друштва, да би оно могло да опстане на тржишту и настави даље да послује чак и уколико се ризици реализују.⁴²³

Ниво капитала може бити примерен, када покрива све ризике којима је друштво изложено, задовољавајући у односу на ризике и способност управе да управља ризицима или незадовољавајући. Незадовољавајућа капитализованост може бити и када је коефицијент примерености у прописаној размери, али не може поднети све ризике. Ситуација у којој је капитал друштва недовољан за покривање ризика, може се решити променом у структури његове имовине (нпр. више пласмана са нижим пондером ризика), или додатним изворима капитала (нпр. нова емисија хартија од вредности, обустава исплате дивиденди, добити члановима управе итд.).⁴²⁴

Правила о примерености капитала и управљање ризицима на међународном нивоу регулисана су Базелским споразумима. Након што је осамдесетих година прошлог века установљено да су коефицијенти примерености капитала погоршани, Комитет је развио нови модел за мерење ризика и примерености капитала. Базелским споразумом из 1988. године уведен је јединствени начин за израчунавање примерености капитала, у циљу јачања финансијске стабилности, а који је обухватао само кредитни ризик. Тек 1996. године, Базелски комитет проширује свој фокус на тржишни ризик, а 2004. године и на оперативни ризик.⁴²⁵ Тиме се Базел II разликује од Базела I, јер обухвата и

⁴²³ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 132.

⁴²⁴ А. Павковић, "Инструменти вредновања успјешности пословних банака", *Зборник Економског факултета у Загребу*, бр.1/2004, 187.

⁴²⁵ Ј. Барјактаровић, М. Пауновић, "Тестирање отпорности на стрес у банкарском сектору и Базелски споразуми", *Финансије*, бр.1-6/2013, 144-146, S.Z. Farook, M.O. Farooq, Incentive based regulation for Islamic banks, 10, <http://www.ssrn.com/abstract=1718625>, 15.02.2014.

оперативни ризик, чиме се постиже виши степен прецизности и омогућава боља заштита.⁴²⁶ Осим тога, уводе се нови, сложенији третмани кредитног и оперативног ризика, док анализа тржишног ризика остаје непромењена. Европска комисија је крајем 1999. године, предложила да се правила о минималној примерености капитала прошире и на кредитне институције и инвестициона друштва. Предлог је осмишљен да буде комплементаран Базелским споразумима који важе за банке,⁴²⁷ те да обухвати кредитни, тржишни и оперативни ризик приликом одређивања примерености капитала. Поменути предлог је прихваћен, што је резултирало усвајањем Директиве 2006/49/EУ о примерености капитала инвестиционих друштава и кредитних институција.⁴²⁸

Прописани минимум примерености капитала (*Capital Adequacy Ratio – CAR*) је да однос укупног капитала и ризиком пондерисане активе (*Risk Weighted Asset – RWA*) не сме бити мањи од 8%. Ова примереност капитала представља за брокерско-дилерско друштво, односно овлашћену банку врсту ублаживача у случају наступања кредитног, тржишног или валутног ризика, недовољног познавања клијената и друго.⁴²⁹

$$\text{Капитал} / \text{Ризиком пондерисана актива (кредитни, тржишни, оперативни ризик)} \\ \geq 8\%^{430}$$

Основни циљ Базелских споразума и Директива о примерености капитала је да се трговци вредносницама натерају да у пословању ризикују што већим сопственим

⁴²⁶ Још од објављивања новог Базелског споразума за примереност капитала 1999. године, стручна јавност је критички реаговала. Поједини су тврдили да ће нова правила зауставити до тада развијен приступ ризиком пондерисане активе. Други, углавном представници европских банака су тврдили да с обзиром на мали број европских партнера, европске банке ће бити у неповољнијем положају у односу на своје конкуренте из САД-а. Трећи су истицали да постоје бројна нерешена оперативна питања која ће отежати увођење нових правила. Међутим, упркос првобитним замеркама, Базел II представља значајан искорак напред, пружајући могућност банкама и брокерско-дилерским друштвима да сами развијају методе за управљање ризицима. W. Hammes, M. Shapiro, "The implications of the new capital adequacy rules for portfolio management of credit assets", *Journal of Banking & Finance*, Vol.25, No.1/2001, 104.

⁴²⁷ Иначе, у САД-у примена Базелских споразума отпочела је током 1998. године, од када америчке банке могу рачунати неопходну примереност капитала за покривање ризика користећи VaR методу. М. Латковић, "Управљање ризицима: идентификација, мјерење и контрола", *Финансијска теорија и пракса*, бр.2/2002, 474.

⁴²⁸ Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions

⁴²⁹ Л. Барјактаровић, М. Пауновић, 148-149.

⁴³⁰ Навешћемо једноставан пример који олакшава схватање израчунавања примерености капитала. Рецимо, инвестиционо друштво „Поло“ има капитал у износу од 400.000 евра, док је вредност активе пондерисане ризиком 5.000.000 евра. У датом примеру, „Поло“ је примерено капитализован, с обзиром да му примереност капитала износи 8% ($400.000 : 5.000.000 = 0,08 * 100\% = 8\%$). Претпоставимо да је вредност капитала остала непромењена, а да је вредност активе пондерисане ризиком 6.000.000 евра. У том случају друштво не би било примерено капитализовано, с обзиром да би му примереност капитала износила 6,67% ($400.000 : 6.000.000 = 0,067 * 100\% = 6,67\%$), што је испод дозвољене границе.

капиталом (капиталом својих власника, односно акционара), а не “туђим” капиталом (капиталом који су позајмили од својих клијената, односно улагача, штедиша). На тај начин трговци вредносницама ће опрезније пословати, јер ће услед неуспеха претрпети значајније губитке у својој имовини, него када би учешће сопственог капитала у пословању било симболично (нпр. 2% уместо прописаних 8%). Да је којим случајем учешће акционарског капитала у укупном капиталу трговаца занемарљиво мало у односу на позајмљени капитал (нпр. 1% наспрам 99%), трговци би тада били спремнији да предузимају ризичније послове, јер тиме не би угрозили сопствену имовину, него туђу имовину која је несразмерно већа.

Упркос томе што је Базел II у великој мери био посвећен примерености капитала (стуб 1), рачунање потребног капитала за покривање поменутих ризика, показало се да усвојена правила нису била довољна за решавање кредитне кризе која је избила 2007. године. Недавни догађаји су утицали на преиспитивање приступа регулисања примерености капитала и доношење нових стандарда.⁴³¹ Базел III је задржао минимум примерености капитала од 8%, али је увео додатне капиталне захтеве, како би се омогућило финансијским институцијама да у периодима финансијских и економских криза апсорбују могуће губитке. Измењени концепт капитала у Базелу III у поређењу са Базелом II огледа се у промени структуре Нивоа 1 и Нивоа 2 капитала, као и укидање Нивоа 3 капитала који се до тада користио као покриће тржишних ризика. Сем тога, постепено ће се укинути хибридни инструменти који су до тада чинили Основни капитал Базела II.⁴³²

Ниво 1 (*Tier 1*) чине: Обичан акционарски капитал (*Common Equity Tier 1*) и Додатни капитал (*Additional Tier 1 Capital*), што представља битну промену у односу на концепт Основни капитал према Базелу II. Обичан акционарски капитал стиче се продајом обичних акција које су емитовале банке, односно брокерско-дилерска друштва. У његов састав улази и задржана (стечена) добит и регулаторна прилагођавања примењена у рачунању обичног акционарског капитала.⁴³³

⁴³¹ C. Proctor, 121-122.

⁴³² G.A. Walker, “Capital and liquidity reform – a new global agenda”, 354-355. Хибридни инструменти капитала представљају финансијске инструменте које је издала банка, односно брокерско-дилерско друштво, и који имају карактеристике власничких и дужничких финансијских инструмената. Класичан пример хибридних инструмената (мешовитих хартија од вредности) су преференцијалне кумулативно-партиципативне акције. Више о хибридним инструментима видети: Одлука о капиталу и адекватности капитала платних институција и институција електронског новца, чл. 19.

⁴³³ В. Матић, “Базел III – измењени концепт капитала (1)”, *Банкарство*, бр.7-8/2011, 174.

Додатни капитал – Ниво 1 чине финансијски инструменти које су емитовале банке, односно брокерско-дилерска друштва, а који испуњавају услове за ову категорију, а нису укључени у обичан акционарски капитал. У састав додатног капитала улази и емисиона премија од инструмената, као и регулаторна прилагођавања примењена у рачунању додатног капитала.

Ниво 2 капитала чине финансијски инструменти које су емитовале банке, односно брокерско-дилерска друштва, а које испуњавају услове за ову категорију и нису укључени у Ниво 1 капитала. У састав Ниво 2 улази и емисиона премија од инструмената, неке резерве за кредитне губитке, као и регулаторна прилагођавања примењена у рачунању Нивоа 2 капитала.⁴³⁴

И према Базелу III препоручени минимун примерености капитала инвестиционих друштава износи 8%. Укупан капитал Нивоа 1 мора износити у сваком тренутку 6% ризиком пондерисане активе, док Ниво 2 капитала може износити највише 2% ризиком пондерисане активе.⁴³⁵ Планирано је да се прописани минимуми капитала постепено усвајају у периоду од 01.01.2013. до 01.01.2015. године. То значи да када отпочне примена поменутих стандарда, обичан акционарски капитал Нивоа 1 мора износити најмање 4,5% ризиком пондерисане активе, чиме је знатно пооштрен минимални капитал наспрам Базела II, према којем је Основни капитал Нивоа 1 износио само 2%.

⁴³⁴ *Ibid.*, 176.

⁴³⁵ Поменути износи капитала представљају минималне стандарде, док се земљама допушта да пооштре критеријуме. Тако је Кинеска регулаторна комисија за банкарство (*China Banking Regulatory Commission*) објавила 2011. године *Смернице за усвајање нових регулаторних стандарда у делатности банкарства Кине*, који представљају еквивалент Базелу III. Нови стандарди чија примена је отпочела 01.01.2012. године усвајају знатно строжа правила о примерености капитала наспрам Базелских стандарда, чинећи разлику између системски важних банака и осталих банака. Према Новим стандардима, регулаторни капитал банака састоји се од три нивоа: главни Ниво 1 (*core Tier 1*), Ниво 1 и Ниво 2, при чему главни Ниво 1 мора износити 5%, односно Ниво 1 6%, док Ниво 2 износи 8% (укључујући и Ниво 1). Када се томе додају резерве капитала – ублаживач конзервације капитала од 2,5% и ублаживач контрацикличног капитала у распону 0-2,5%, долази се до примерености капитала од 10,5% за банке, односно 11,5% за системски важне банке, с обзиром да оне морају имати још 1% додатног капитала. Системски важне банке морају прилагодити своје пословање са поменутих правилима о примерености капитала најкасније до краја 2013. године, а остале банке до краја 2016. године, што је значајно краће у односу на Базел III (до краја 2018). Строжи капитални захтеви вероватно имају за циљ да изврше притисак на кинеске банке, које су добро заштићене регулисаним каматним стопама, али и да ограниче приступ страним компанијама на кинеско тржиште, повећањем регулаторног капитала и променом начина пословања. Е. Sekine, "China's Own Version of Basel III and Its Likely Impact on China's Banking Sector", *Nomura Journal of Capital Markets*, Vol.3, No.2/2011, 1-4. P. Thaler, *China Business Law*, Stampfli Publishers Ltd., Berne 2009, 194-200.

Исто тако, и Ниво 1 капитала биће повећан са досадашњих 4% према Базелу II на 6% према Базелу III.⁴³⁶

Брокерско-дилерско друштво обавезно је да у свом пословању обезбеди да његов капитал буде у висини која није мање од законом прописаног износа капитала у зависности од делатности којом се бави. Капитал друштва чини збир основног капитала, допунског капитала I и допунског капитала II, као и других облика капитала умањен за одбитне ставке. Брокерско-дилерско друштво је обавезно да одржава примереност капитала на нивоу који није мањи од 8%.⁴³⁷ Наведена одредба закона усклађена је са Базелским споразумима и прописима Европске уније. Међутим, ова усклађеност је само формалноправне природе, јер ни закон, а ни подзаконска акта не регулишу елементе основног капитала, односно допунског капитала. Тиме усвојено правило остаје „мртво слово на папиру“.

Постоји још једна особеност нашег закона приликом регулисања правила о ограничењу пада капитала трговаца хартијама од вредности, који не сме прећи 120% прописаног минималног капитала, односно примереног капитала (чл. 199, ст. 2 ЗТК). Овиме се отвара дилема: Како капитал може пасти до 120%, јер тиме трговац нема уопште капитал, или је он негативан, уколико се зна да према рачуноводственим стандардима капитал трговаца вредносницама може бити позитиван или једнак нули. Како регулаторни орган (Комисија за хартије од вредности) још увек није усвојио подзаконска акта којима би се решила ова бесмислена ситуација (премда је прошло више од четири године од усвајања и почетка примена Закона о тржишту капитала), остаје спорна примена овог правила у пракси.⁴³⁸ На основу упоредноправне анализе закључује се да је ово правило, као и многе друге нелогичности српског правног режима примерености капитала последица недовољне стручности законодавца,

⁴³⁶ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements, December 2010, 28.

⁴³⁷ ЗТК, чл. 186. Интересантно је да у домаћем праву показатељ примерености капитала за брокерско-дилерска друштва и банке није исти. Према одлуци Народне банке Србије, показатељ примерености капитала банака износи 12%. При том, Народна банка Србије може дозволити банци да показатељ примерености капитала буде већи од прописаног уколико контролом бонитета и законитости пословања банке, а на основу врсте и степена ризика и пословних активности банке, установи да је то неопходно ради њеног стабилног и сигурног пословања, тј. ради испуњења обавеза према повериоцима. Повећани показатељ примерености капитала изнад прописаног нивоа одређује се или повећањем висине капитала или смањењем ризичне aktive банке. За очекивати је да ће изменама актуелног закона или усвајањем новог закона о банкама поменути показатељ примерености капитала бити усаглашен са Базелским стандардима и директивама ЕУ, јер смо као земља кандидат за чланство у ЕУ на то обавезани. Видети: Одлука о адекватности капитала банке, *Службени гласник РС*, бр.57/2006, чл. 15, 16.

⁴³⁸ Н. Јовановић, “Нови законодавни муњак Србије у “MiFID” окружењу”, 301.

вероватно настало услед лошег превода страних прописа, те указујемо на исправљање овог правила будућим изменама закона, с обзиром да је овако дефинисана одредба непримењива у пракси.

Закон је овластио Комисију за хартије од вредности да може захтевати од трговаца вредносницама, чији капитал падне испод прописаног нивоа, да престану са пружањем инвестиционих услуга и обављањем активности за које трговац не испуњава обавезу примерености капитала. Комисија може наложити трговцу да: 1) предузме мере за обезбеђење капитала изнад прописаних нивоа (нпр. смањење изложености, докапитализација, смањење обима делатности); 2) ограничи пружање инвестиционих услуга и активности на начин који одреди Комисија док не достигне или пређе прописане нивое; 3) благовремено доставља извештаје Комисији о износима капитала.⁴³⁹

Дефинисање примерености капитала има важну улогу за раст, развој и стабилност брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака. Низак ниво капитала трговаца ствара могућност неспособности апсорбовања губитака, као и већу вероватноћу од банкротства, што потенцијално доводи до угрожавања њихових клијената. С друге стране, висок ниво капитала онемогућава остваривање довољно високих утицаја на изворе средстава и тиме доводи до проблема профитабилности пословања трговаца.⁴⁴⁰

Стандардима примерености капитала се у одређеној мери преноси изложеност ризику са јавних фондова на власнике, тј. акционаре инвестиционих друштава. Уколико су коефицијенти капитала довољно високи, инвестиционо друштво може себи допустити да послује у границама предвиђених ризика. Исто тако, ниво примерености капитала представља и основ за превентивно реаговање надзорних органа.⁴⁴¹

Висина примереног капитала зависи и од тренутног стања на тржишту капитала, односно, када је тржиште нестабилно, портфолио менаџер ће смањити уделе у ризичним позицијама, а повећати уделе у неризичним или мање ризичним позицијама. Уколико би приноси портфолија хартија од вредности били нормално распоређени,

⁴³⁹ ЗТК, чл. 199, ст. 3.

⁴⁴⁰ М. Љубић, 207, Р. Wood, 408.

⁴⁴¹ Т. Јованић, 124.

тада би се примереност капитала могла одредити на основу процене VaR^{442} (*Value-at-Risk*).⁴⁴³

8.2 Поверилачки (кредитни) ризик

Поверилачки ризик један је од преовлађујућих ризика у финансијама и пословању инвестиционих друштава, и изложеност поверилачком ризику присутна је у готово свим финансијским трансакцијама. Током протеклих година знатно се поваћао обим и примена техника и инструмената за ублажавање и пренос поверилачког ризика. Увођењем нових инструмената попут кредитних деривата настоји се пружити заштита инвестиционим друштвима од губитака који настају због неиспуњења обавеза.⁴⁴⁴

Поверилачки (кредитни) ризик најчешће се дефинише као ризик неизвршења обавеза по основу насталог дуга, односно неплаћања главнице и камате од стране дужника. Међу врстама ризика са којима су суочавају инвестициона друштва током пословања, поверилачки ризик је међу најзначајнијим, нарочито за банке, ако се пажња усредсреди на изворе њених могућих губитака. Управо је поверилачки ризик међу главним узроцима несолвентности банака. Разлог томе лежи у чињеници да у данашњим условима пословања преко 80% биланса банке односи се на овај аспект управљања ризицима.⁴⁴⁵ Неиспуњење дужности од стране клијената инвестиционог друштва, као друге уговорне стране у послу, може имати за последицу губитак целог потраживања. Уколико се догоди да више значајнијих клијената друштва није у могућности да редовно извршава своје обавезе, то може проузроковати огромне губитке за друштво и тиме оно може постати инсолвентно. Приликом закључења сваког посла, за инвестиционо друштво постоји ризик да би клијент могао постати инсолвентан. Ипак поједини клијенти су ризичнији од других, нпр. кредитне институције су мање ризичне с обзиром да су под строгим надзором јавних агенција. С

⁴⁴² VaR (*Value-at-Risk*) јесте вредност под ризиком и означава највећи могући губитак у портфолију инвестиционог друштва током одређеног периода и према унапред дефинисаном интервалу поверења. Више о томе видети у наредној глави.

⁴⁴³ М. Латковић, 472.

⁴⁴⁴ Ј. Спасојевић, “Кредитни ризик и кредитни деривати”, *Банкарство*, бр.1/2013, 104.

⁴⁴⁵ Ђ. Ђукић, 21-22.

друге стране, пракса показује да ни државни органи нису имуни на неуспех, те је уобичајено да им се омогућава репрограм дуга.⁴⁴⁶

Поверилачки ризик представља ризик могућности и спремности дужника да извршава своје обавезе према трговцу вредносницама у свему и према условима из закљученог уговора. Из овога произлази да поверилачки ризик потенцијално има две компоненте: 1) субјективну спремност, односно аутономију воље дужника да испуни преузете обавезе из уговора са трговцем и 2) објективну могућност да извршава обавезе према трговцу вредносницама по основу реализованог прихода или на други прихватљив начин.⁴⁴⁷

Базелски комитет дефинисао је кредитни ризик као могућност да дужник или друга страна не испуни своје обавезе у складу са уговореним условима.⁴⁴⁸ Комитет је допунио дефиницију одређења кредитног ризика констатујући да неизвршавање кредитних обавеза постоји у неколико ситуација: 1) дужник неће у потпуности да исплати главницу, камату или провизију; 2) настанак губитка у виду отписа кредита, увођења специфичних резерви (*specific provisions*) или принудног репрограмирања кредита, обухватајући опроштај дуга и одлагање исплата; 3) доцња дужа од деведесет дана по некој од кредитних обавеза; 4) отварање стечаја над дужником.⁴⁴⁹

Поверилачки ризик припада групи финансијских ризика. Неретко се дешава да поверилачки ризик буде узрок других ризика, углавном ризика ликвидности или ризика солвентности. Понекад се поверилачки ризик преклапа са тржишним и/или оперативним ризиком. У таквим ситуацијама треба спровести ваљану идентификацију поверилачког ризика, јер се може десити да инвестиционо друштво два пута рачуна капиталне трошкове, иако таква рачуница није прихваћена међународним стандардима.⁴⁵⁰ Да би се разграничио од осталих ризика, важно је навести главна обележја поверилачког ризика: 1) Поверилачки ризик је системски ризик, с обзиром да на њега утиче општа економска кретања и стога је високо цикличан. Поверилачки ризик је у директној спрези са економским циклусима: повећава се током рецесије, а смањује током експанзије. 2) Поверилачки ризик је и специфичан ризик, с обзиром да

⁴⁴⁶ D. Augustin, 141.

⁴⁴⁷ В. Матић, "Кредитни ризик", *Банкарство*, бр.1-2/2008, 76.

⁴⁴⁸ Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for the Management of Credit Risk*, Basel, September 2000, 1.

⁴⁴⁹ Т. Јованић, 60.

⁴⁵⁰ В. Матић, "Кредитни ризик", 76.

се мења сходно специфичним догађајима који утичу на кориснике кредита. На поверилачки ризик везан за корисника кредита или другу уговорну страну непосредно утичу његове карактеристике: величина, корпоративна стратегија, догађаји који утичу на њу, промене у непосредном економском окружењу. 3) Наспрам тржишних ризика, поверилачки ризик је блиско везан за успех у пословању и структуру капитала корисника кредита.⁴⁵¹

Поверилачки ризик углавном зависи од две групе фактора: екстерних и интерних фактора. Екстерни фактори поверилачког ризика односе се на: опште стање економије, инфлацију, кретање бруто националног производа, природне околности (нпр. природне катастрофе, грађански ратови, немири, штрајкови итд.). Пошто чланови управе друштва немају директну контролу над екстерним факторима, потребно је да додатно усмере контролу на интерне факторе. Главне интерне факторе поверилачког ризика чине: обим кредита, кредитна политика и кредитни микс. Са порастом обима кредита, расте и кредитни ризик с обзиром да више одобрених кредита повлачи са собом и већи потенцијални губитак на кредитима. Кредитна политика се контролише преко показатеља односа укупних кредита према укупној активи. Уколико је показатељ већи, самим тим је и већа агресивност кредитне политике што има за последицу и већи губитак у кредитном портфељу.⁴⁵² На крају, кредитни микс се оцењује односом учешћа комерцијалних и индустријских кредита према укупним кредитима.⁴⁵³ Уколико се установи висока концентрација ових кредита, самим тим је и већа могућност настанка кредитних губитака.⁴⁵⁴

Обично поверилачки ризик настаје због послова позајмљивања, инвестирања и давања кредита и односи се на повраћај позајмљеног новца или исплате од продате

⁴⁵¹ Ј. Спасојевић, 106.

⁴⁵² Навешћемо једноставан пример који олакшава разумевање изложености кредитном ризику. Примера ради, инвестиционо друштво „Симка“ поседује капитал у износу од 10.000.000 динара и одобрило је кредит клијенту „Аска“ у вредности од 2.000.000 динара. Изложеност кредитном ризику „Симке“ је 20% ($2.000.000 : 10.000.000 = 0,2$ односно 20%). У међувремену, инвестиционо друштво је позајмило „Аски“ хартије од вредности у износу од 1.500.000 динара. Укупна изложеност друштва према „Аски“ се повећала и сада износи 35% ($3.500.000 : 10.000.000 = 0,35$ односно 35%). Са порастом одобрених кредита повећава се и кредитна изложеност друштва. Рецимо да је „Аска“ отплатила део кредита „Симки“ у вредности од 2.600.000 динара, док је преостали дуг 900.000 динара. У том случају кредитна изложеност друштва према „Аски“ се смањила на 9% ($900.000 : 10.000.000 = 0,09$ односно 9%), уз претпоставку да је вредност капитала друштва остала непромењена.

⁴⁵³ Комерцијални кредити су краткорочни кредити (рок доспелости до годину дана) који се користе за финансирање повремених потреба клијената за обртним средствима. Индустријски кредити су дугорочни кредити (рок доспелости од 5 до 20 година) и користе се за финансирање великих индустријских, развојних и инвестиционих програма.

⁴⁵⁴ М. Иваниш, 4.

робе. Током обављања послова, управа инвестиционих друштава свакодневно прати висину поверилачког ризика и висину стопе приноса. Ризик губитка настаје због могућности да се не могу повратити пласирана средства кроз амортизацију кредита. Сем поменутог, поверилачки ризик се односи и на смањење кредитног рејтинга клијента. Иако сам пад кредитног рејтинга клијента не подразумева истовремено губитак средстава трговца, може утицати на повећање могућности губитка. Примера ради, смањење кредитног рејтинга издаваоца хартија од вредности представља извор ризика с обзиром да доводи до смањења тржишне вредности вредносница које поседује клијент. Такође, кредитни губитак може настати и због немогућности испуњења обавеза или извршења плаћања по уговорима везаним за кредитне деривате. Повећањем каматних стопа, као и погоршањем општих економских услова повећава се и поверилачки ризик. Исто тако, поверилачки ризик се поваћава због продужења рока истека, рока доспелости или рока салдирања. Страни регулаторни органи скраћењем рока салдирања за одређене вредноснице настоје да смање ризик.⁴⁵⁵

Осим неизвесности исплате кредита, поверилачки ризик је повезан и са немогућношћу исплате купона и/или главнице код обвезница. Међу главним узроцима пада кредитног рејтинга издаваоца обвезница, обично државе, јесу финансијске и економске кризе. Криза се може јавити и уколико је дуг лоше структуриран, нпр. претераним издавањем краткорочних обвезница или издавањем обвезница деноминованих у страној валути.⁴⁵⁶

Како би се установио узрок настанка поверилачког ризика, претходно је потребно одредити дужника. Дужник може бити било физичко, било правно лице које је закључило уговор о кредиту. Међутим, некада није довољно посматрати само дужника, као другу уговорну страну, већ и његову власничку и организациону повезаност са другим субјектима. Поверилачким ризиком обухваћена је и група повезаних лица, неовисно да ли постоји гаранција или јемство матичне компаније за своја потчињена друштва.⁴⁵⁷

Пракса нам демонстрира да је сваки дужник случај за себе, те да приликом квантификовања вероватноће да одређени дужник није у могућности да редовно извршава своје обавезе, историјски подаци о томе колико је пута група дужника

⁴⁵⁵ Ј. Спасојевић, 106.

⁴⁵⁶ М. Латковић, 465.

⁴⁵⁷ Т. Јованић, 60.

(клијената) са одређеним рејтингом дошла у такву ситуацију или колико је то чест случај дужника из одређене групе послова, може нам само делимично помоћи.⁴⁵⁸ Ако се посумња у кредитну способност дужника, основно правило кредитне политике сваког инвестиционог друштва је да се уздржи од финансирања таквог клијента.

Осим традиционалних метода, попут коришћења историјских података, савремена анализа при процени кредитне способности клијената користи факторе који се обично означавају као “5Ц”, јер свих пет фактора почињу на слово Ц у енглеском језику:

1) Капитал (*Capital*) – представља средства дужника, тј. однос дуга према сопственом капиталу. Висока задуженост указује на већу вероватноћу банкротства клијента, него нижа задуженост, с обзиром да нижи ниво оптерећене имовине смањује способност пословне иницијативе да преживи губитке прихода.

2) Капацитет (*Capacity*) – јесте способност клијента да отплати дуговања. Уколико је по основу уговора планирано враћање дуга у ратама континуирано током времена, а зараде клијента су променљиве, велика је вероватноћа да клијент неће исплатити дуг према предвиђеном плану, што изазива ризик.⁴⁵⁹

3) Средства обезбеђења (*Collateral*) – служе за обезбеђење кредита. Уколико изостане плаћање, зајмодавац (банка, брокерско-дилерско друштво) може успоставити захтев зајмопримцу (клијенту). Што је већи однос захтева и што је већа тржишна вредност основних средстава мања је преостала вредност изложености ризику код оваквог зајма која настаје уколико изостане исплата рате.

4) Карактер (*Character*) – односи се на обележја (карактеристике) потенцијалног дужника, вероватноћу да ће дужник испунити своје обавезе. Одлука се доноси на основу анализе дужниковог пословања и његове кредитне историје. Овај фактор заснива се на емпиријским подацима, при чему дужина трајања пословања дужника треба да буде добар показатељ његове репутације, као доброг платише.⁴⁶⁰

⁴⁵⁸ Ђ.Ђукић, 23.

⁴⁵⁹ В. Јазић, “Управљање кредитним ризиком”, 118.

⁴⁶⁰ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 99.

5) Услови пословања (*Conditions*) – односе се на опште услове пословања на тржишту и анализе осталих економских трендова који могу утицати на испуњење кредитне дужности клијента.⁴⁶¹

Свакако, поверилачки ризик је међу главним ризицима у финансијском сектору. Постоје бројни проблеми који захтевају предузимање акције у циљу сузбијања поверилачког ризика. Као прво, учешће индиректног (банкарског) финансирања је велико, што доприноси високој концентрацији поверилачког ризика у банкарском сектору. Стога је неопходно предузети мере у повећању директног финансирања, развијајући тржиште хартија од вредности. Друго, потребно је побољшати односе финансирања банке према својим клијентима. Међу најзначајнијим клијентима су предузећа, која треба да ојачају квалитет активе, профитабилност, способност отплате дуга (кредита) и тиме знатно допринесу смањењу удела најлошијих кредита банке. Треће, одговарајућа примена рачуноводствених стандарда и пореска политика такође могу допринети смањењу поверилачког ризика. На крају, финансијски посредници, брокерско-дилерска друштва, кредитне агенције, рачуноводствене фирме, адвокатске канцеларије имају битну улогу у пружању професионалних услуга на тржишту. Стога је потребно подстицати њихов даљи развој.⁴⁶²

8.2.1 Врсте поверилачког ризика

Ризик неизвршења обавеза – представља ризик да издавалац обвезнице или корисник кредита неће вратити цео износ неизмиреног дуга. Може се десити да дуг у целости не буде враћен, или да буде враћен само део дуга. Приликом мерења ризика неизвршења обавеза инвеститори употребљавају бројне анализе које су обавиле

⁴⁶¹ Осим поменутих “5Ц” фактора, користе се и друге анализе познатије под акронимима “CAMPARI” и “PARSAR” да би се што једноставније запамтили критеријуми према којима се оцењују потенцијални клијенти. CAMPARI – *Character, Amount, Means, Purpose, Accountability, Risks, Insurance*; PARSAR – *Purpose, Amount, Reason, Source of repayment/Security, Ability, Risks*. Т.М. Тодоровић, “Управљање кредитним ризиком у банци”, *Економски хоризонти*, бр.2/2009, 90-91.

⁴⁶² L. Shiyu, W. Yi, L. Zhengming, “The Lessons Learnt from the Development and Reform of China’s Banking Sector”, BIS Papers No.28, The banking system in emerging economies: how much progress has been made? August 2006, 184, <http://www.ssrn.com/abstract-id1188516>, 19.02.2014.

рејтинг агенције,⁴⁶³ које иначе врше кредитну анализу издавалаца и њихових емитованих вредносница и пружају своје закључке у виду кредитног рејтинга.⁴⁶⁴

Ризик погоршања кредитног рејтинга дужника – представља ризик да ће кредитни рејтинг издаваоца или емитованих хартија од вредности бити смањен, што може довести до повећања кредитне распрострањености. Рејтинг агенције обављају оцене кредитног рејтинга емитованих вредносних папира, као и њихових издавалаца, креирају базе података о најзначајнијим емитентима на тржишту, обављају анализу банкарског сектора праћењем финансијских показатеља њиховог пословања, утврђују и објављују финансијске показатеље и берзанске индексе, ради информисања учесника на финансијском тржишту, пружањем поузданих, конзистентних података о ризицима улагања у хартије од вредности.⁴⁶⁵

Неретко се дешава да због наступања непланираних догађаја емитент не буде у могућности да изврши плаћање главнице и камате. Бројни су догађаји који утичу на кредитну способност емитента: несрећни случајеви, спајање и преузимање компанија, промена регулаторних тела, проневере, злоупотребе, незаконито понашање итд. Стога се овај ризик назива ризик од неизвршења обавезе због наступања непредвиђеног догађаја и такође доводи до смањења кредитног рејтинга емитента.⁴⁶⁶

Ризик погоршања кредитног рејтинга дужника треба разликовати од ризика промене кредитне распрострањености (*credit spread*) по томе што код ризика погоршања кредитног рејтинга дужника званичну оцену издаје независна рејтинг агенција, док се ризик промене кредитне распрострањености односи на реакцију финансијских тржишта на очекивано погоршање стања кредита.⁴⁶⁷

⁴⁶³ Само једна од најзначајнијих светских рејтинг агенција – Мудијев сервис за инвеститоре (*Moody's Investors Service*) покрива у процени кредитног ризика својим сталним рејтингом око 4000 компанија, међу којима њих 700 емитује обвезнице и на међународном тржишту. Т. Мрвић, 404.

⁴⁶⁴ Ј. Спасојевић, 108.

⁴⁶⁵ Т. Мрвић, 402-403.

⁴⁶⁶ Ј. Спасојевић, 108.

⁴⁶⁷ *Ibid.*

8.2.2 Ризик земље

Ризик замље (*country risk*) је ризик који се односи на земљу порекла лица према коме је брокерско-дилерско друштво, односно овлашћена банка изложена, тј. ризик могућности настанка негативних ефеката на финансијски резултат и капитал друштва, односно банке, услед немогућности да наплате своја потраживања од тог лица због разлога који су последица политичких, економских, социјалних прилика у земљи порекла тог лица.⁴⁶⁸

Заправо, ризик земље представља могућност да дужник не може да испуни своју обавезу према иностраном кредиту услед правних, економских, социјалних и политичких поремећаја који се дешавају у његовој земљи. Изражава се вероватноћом да земља дужник или дужник из неке земље не може или није вољан да испуни своје преузете обавезе услед постојања разлога који нису укључени у оквиру уобичајеног кредитног ризика.⁴⁶⁹ Ризик земље јесте ризик да земља неће моћи да отплати кредит финансијској институцији који јој је дат или за који институција гарантује. Стога, за институцију даваоца кредита овај ризик представља посебан облик кредитног ризика. Специфичност овог ризика огледа се у ситуацији државе као дужника, институција као поверилац може доћи у ситуацију да није у могућности да употреби стандардне инструменте наплате дуга као код приватних дужника.⁴⁷⁰

Ризик земље обухвата две групе ризика: политичко-економски ризик и ризик трансфера. Под политичко-економским ризиком подразумева се могућност остваривања губитка због спречености финансијских институција да наплате потраживања због ограничења утврђених актима државних и других органа државе порекла дужника, као и општих и системских прилика у тој држави (нпр. политички нереди, ратови, промене владе итд.). Под ризиком трансфера подразумева се могућност остварења губитка услед спречености институција да наплати потраживања исказана у валути која није званична валута земље порекла дужника, и то због ограничења

⁴⁶⁸ Одлука о управљању ризицима банке, *Службени гласник РС*, бр.45/2011, 94/2011, 119/2012, 123/2012, 23/2013, 43/2013, 92/2013, чл. 61.

⁴⁶⁹ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 27.

⁴⁷⁰ Ђ. Ђукић, 41.

плаћања обавеза према повериоцима из других држава у одређеној валути која су утврђена државним актима земље порекла дужника.⁴⁷¹

Ризик земље се може манифестовати кроз неколико форми: 1) Ризик неплаћања – обухвата ситуације у којима услед правних, економских, политичких разлога дужник није у прилици да редовно испуњава преузете обавезе (домаћа финансијска институција није у могућности да наплати своја потраживања од дужника из неке земље), што значи да је дужник инсолвентан. 2) Ризик трансфера – представља вероватноћу да солвентан дужник из одређене земље није у могућности да исплати свој дуг у уговореној валути због одређених поремећаја у његовој земљи. 3) Ризик гаранција – односи се на финансијске институције које издају гаранције дужницима из иностранства за плаћање у трећој земљи. Губитак који настане због активирања гаранције за дужника из земље из које дугови не могу бити нормално и редовно извршавани за финансијску институцију је исти као и ненаплативо потраживање.⁴⁷²

Финансијска институција је обавезна да утврђује и периодично мења границе изложености ризику земље појединачно по земљи порекла дужника, као и на регионалној основи, али и да утврди одговарајући ниво исправки вредности и резервисања по земљама.⁴⁷³ Осим тога, банка је обавезна да изврши класификацију активе и издвајања резерви за могуће губитке за ставке активе по основу којих је банка изложена ризику земље. За класификацију активе и издвајање резерви, банка употребљава кредитни рејтинг земље дужника, који је оцењен од стране међународно признатих рејтинг агенција (нпр. *Moody's Investors Service Inc*, *Standard & Poor's Corporation*, *Fitch Investor Service*, *IBCA London*). Уколико се деси да кредитни рејтинг земље дужника, утврђен од стране међународних рејтинг агенција разликује, банка је у обавези да узме у обзир најстрожи рејтинг. Такође, банка може сопственим методама утврдити рејтинг земље дужника који је различит од рејтинга утврђеног од стране међународних рејтинг агенција, под условом да може у потпуности доказати тачност и прецизност тако утврђеног рејтинга.⁴⁷⁴

⁴⁷¹ Одлука о управљању ризицима банке, чл. 62.

⁴⁷² В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 28.

⁴⁷³ Одлука о управљању ризицима банке, чл. 63.

⁴⁷⁴ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 28. Поменути правила приказаћемо на примеру Србије. Да би утврдила изложеност ризику земље, домаћа банка претходно мора спровести класификацију својих дужника према земљи порекла. Полазимо од претпоставке да ће највиши рејтинг имати дужници из земаља ЕУ и САД-а, а најнижи из неразвијених земаља Африке, Азије и Латинске Америке, са којима домаћа банка има слабо развијену мрежу послова. Критеријуми које ће домаћа банка користити за

Инвеститори се често ослањају на кредитни рејтинг агенција, као на показатељ ризика земље. Бројни су разлози за то. Као прво, иако кредитни рејтинг који обављају агенције по својој природи није најпрецизнији показатељ временских варијација ризика земље, ипак представља задовољавајућу меру за оцену *cross-section* распореда ових варијација. Друго, кредитни рејтинг има предност у односу на тржишно распрострањавање (*market spread*), с обзиром да тржишно распрострањавање показује високе осцилације и о томе постоје подаци само за кратке периоде. На крају, учесници на тржишту активно користе кредитни рејтинг као модел за оцену ризика земље.⁴⁷⁵

У науци се често ризик земље назива и политичким ризиком, иако је политички ризик ужи појам од ризика земље. Политички ризик обухвата скуп мера и одлука политичке или административне природе, који се односе како на саму земљу, тако и на међународне односе, а имају за последицу економски, финансијски или комерцијални губитак, за било ког учесника на тржишту: инвеститора, предузеће, увозника, извозника и сл.⁴⁷⁶

Под политичким ризиком подразумева се ризик да у одређеној земљи постоји мешање политичких фактора у рад банкарског и целокупног финансијског сектора. Врсте политичког мешања могу попримити следеће форме: 1) регулисање каматних стопа; 2) увођење девизне контроле; 3) делимична или потпуна национализација банака. Као типичан пример последње наведене форме споменућемо Француску, у којој су се после Другог светског рата наизменично смењивале фазе национализације и приватизације банкарског сектора.⁴⁷⁷

Политички ризик може имати значајан утицај на прилив страних инвестиција, те је неопходно проценити инвестициону климу у одређеној земљи. Улагачи у развијеним земљама сматрају да постоји добра инвестициона клима, самим тим и низак политички ризик уколико у одређеној земљи постоје: стабилни услови привређивања; изграђена

утврђивање активе и нивоа резерви за могуће губитке јесу рејтинг земље дужника утврђен од стране међународно признате рејтинг агенције и одговарајући проценат резервисања (нпр. 0%, 10%, 20%, 50%, 100% према Standard & Poors методологији). Што је већи капацитет дужника да изврши своју обавезу, то је нижи проценат и обратно. Нпр. уколико је рејтинг дужника означен са ААА, његов проценат износи 0. Народна банка Србије може тражити од банке да изврши строжу класификацију дужника или да издвоји већи проценат резерви за могуће губитке по основу ризика земље, ако процени да банка није извршила ваљану класификацију дужника, односно није издвојила потребне резерве.

⁴⁷⁵ Р. Ковачевић, “Нови погледи на ризик земље”, *Банкарство*, бр.9-10/2005, 16.

⁴⁷⁶ З. Јеленковић, Л. Барјактаровић, “Ризик земље: Нови аспекти под утицајем светске економске кризе”, *Финансије, банкарство и осигурање*, Vol.6, No.2/2010, 61.

⁴⁷⁷ Ђ. Ђукић, 41.

инфраструктура земље; стабилно и конкурентно тржиште капитала; повољни спољнотрговински, царински и девизни третмани страних инвестиција; политичка и социјална стабилност; позитиван став владе према страним инвестицијама.⁴⁷⁸

8.3 Тржишни ризик

Тржишни ризик може се дефинисати као ризик од настанка губитка у билансним и ванбилансним позицијама који проистиче од кретања цена на тржишту. То значи да тржишни ризик може настати из трговања или инвестирања у инструменте активе или пасиве услед промена каматних стопа, девизних курсева или цена хартија од вредности. Тржишни ризик се мери променама тржишне вредности портфеља, односно променама у рачуну добити и губитка. Најкраће речено, тржишни ризик је ризик промене тржишне вредности портфеља.⁴⁷⁹

Обично се тржишни ризик везује за хартије од вредности, односно неизвесност у промени цена хартија од вредности. Често се истиче да је тржишни ризик најзаступљенији ризик који постоји у инвестиционом пословању хартијама од вредности. Међу најчешћим узроцима промене цена акција су: неравнотежа понуде и потражње на тржишту вредносница, објављивање пословних резултата привредних друштава, спајање, припајање и подела привредних друштава, промена каматних стопа. Најчешћи узроци промене цена обвезница су: промене каматних стопа, промене кредитног рејтинга емитента, промене понуде и тражње на тржишту. У начелу, тржишни ризик је најједноставније идентификовати и израчунати, с обзиром да се цене хартија од вредности бележе при свакој обављеној трансакцији.⁴⁸⁰

Тржишни ризици произлазе из променљивости стања на четири основна економска тржишта: каматно осетљивом тржишту дужничких хартија од вредности, тржишту акција, валута и роба. Променљивост сваког од поменутих тржишта излаже брокерско-дилерско друштво, односно овлашћену банку променама цена или вредности финансијских инструмената. Нестабилност цена већине активе која се држи у

⁴⁷⁸ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 30.

⁴⁷⁹ И. Шверко, "Ризична вриједност (Value at Risk) као метода управљања ризицима у финансијским институцијама", *Економски преглед*, бр.7-8/2002, 641.

⁴⁸⁰ М. Латковић, 465.

портфељу стабилне ликвидности често је знатна. Колебљивост цена примећује се и на развијеним тржиштима, мада је значајно присутнија на новим и неликвидним тржиштима. Присуство великих институционалних инвеститора попут инвестиционих фондова, пензионих фондова, осигуравајућих друштава има битан утицај на структуру тржишта и присуство тржишног ризика. На тржиштима са растућим ценама институционални инвеститори куповином великих размера повећавају цене навише, док тржишта на којима се продају велики блокови акција постају још нестабилнија, што доводи до повећања тржишног ризика.⁴⁸¹

Како припадају групи финансијских ризика, тржишни ризици могу се реализовати у портфељу дужничких хартија од вредности или акција, као и у портфељу финансијских инструмената са којима се активно тргује, другим позицијама билансне активе (пласманима, средствима, инвестиционим активностима), али и позицијама ванбилансне активе. Попут кредитног ризика, настанак тржишних ризика може узроковати дејство других нефинансијских ризика попут: оперативног, пословног или репутационог ризика.⁴⁸²

Структура тржишног ризика, као и његових појавних облика, мењала се током времена. Током претходних деценија, највише се дискутовало о ризику каматне стопе и валутном ризику. Главни разлог за повећано интересовање произлази из схватања да је тржишни ризик постајао све важнији у поређењу са кредитним ризиком.⁴⁸³ До седамдесетих година 20. века, тржишни ризик првобитно је посматран као ризик ликвидности, односно као ризик да критичне околности попут ширења сумњи у погледу квалитета активе финансијских институција, може довести до њиховог пропадања, јер не располажу новим изворима за прикупљање средстава.⁴⁸⁴ Занимљиво је и то да је до увођења заједничке валуте ЕУ, један од најзаступљенијих ризика финансијских посредника у ЕУ био валутни ризик. Као последица све већег присуства

⁴⁸¹ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 15-16.

⁴⁸² В. Матић, "Тржишни ризици", *Банкарство*, бр.3-4/2008, 70.

⁴⁸³ Бројна истраживања су показала да је изложеност инвестиционих друштава тржишном ризику знатно повећана протеклих година у многим земљама света. Примера ради, у Кореји је 2004. године изложеност тржишном ризику износила 21%, што је раст од 14%. У Мексику, око 75% укупне изложености ризику финансијских институција мерено вредношћу под ризиком (VaR метод), може се приписати тржишном ризику, док је до пре 10 година главни ризик институција био кредитни ризик. У Чешкој су се капитални захтеви за тржишним ризиком удвостручили у последњих пет година. R. Moreno, "The changing nature of risks facing banks", BIS Papers No.28, The banking system in emerging economies: how much progress has been made? August 2006, 71, <http://www.ssrn.com/abstract-id1188516>, 19.02.2014.

⁴⁸⁴ G. Carosio, "Interest Rate Risks and Foreign Exchange Risks", *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (ed. G. Ferrarini), Kluwer Law International, London – The Hague 1994, 149.

инвестиционих друштава и кредитних институција на тржишту капитала, данас је ризик везан за хартије од вредности постао један од најбитнијих облика тржишног ризика.⁴⁸⁵

На нивоу Европске уније, тржишни ризик је први пут регулисан Директивом о примерености капитала инвестиционих друштава и кредитних институција из 1993. године.⁴⁸⁶ Поменутом директивом желео се постићи двоструки циљ: 1) стабилизovati међународни финансијски систем тражењем од инвестиционих друштава и кредитних институција ЕУ да обезбеде довољно примереног капитала за покриће тржишног ризика, којем су изложени током пословних активности; 2) помоћи уједначавању правила свима који се баве инвестиционим пословањем, уклањањем или смањењем конкурентне неравнотеже проузроковане различитим регулаторним приступима усвојеним унутар националних граница земаља чланица ЕУ, као и поделом послова на банкарске и послове са хартијама од вредности.⁴⁸⁷ Директивом је дефинисан нови приступ за управљање тржишним ризицима инвестиционих друштава, познатији као приступ кључних елемената (*“building block approach”*). Према овом приступу, тржишни ризици финансијских инструмената (ризик каматне стопе, валутни ризик, ризик промене цене хартија од вредности) анализирају се као збир општег и специфичног ризика.⁴⁸⁸ Овај приступ полази од претпоставке да су компоненте специфичног ризика и општег ризика у корелацији, те да њихов збир представља оправдану замену за тржишне ризике. Приступ одређује специфични ризик као ризик промене цене хартије од вредности услед чињеница везаних за њиховог издаваоца, а општи ризик као ризик промене цене хартије од вредности настале услед тржишних кретања.⁴⁸⁹ Основни проблем овог приступа је што је произвољан, у том смислу да се исти капитални захтев од 8% примењује и на хартије од вредности и на валуте, без обзира на њихову променљивост. Следећи недостатак овог приступа је што не узима у обзир диверсификацију ризика.⁴⁹⁰

⁴⁸⁵ Т. Јованић, 62.

⁴⁸⁶ Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions, G. Ferrarini, “Introduction”, *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (ed. G. Ferrarini), Kluwer Law International, London – The Hague 1994, 17-18.

⁴⁸⁷ Maximilian J.B. Hall, “The Capital Adequacy Directive: An Assessment”, *Journal of International Banking Law*, Vol.10/1995, 78-80.

⁴⁸⁸ D. Augustin, 142.

⁴⁸⁹ Maximilian J.B. Hall, 80-82.

⁴⁹⁰ T.S.Y. Ho, S.B. Lee, *The Oxford Guide to Financial Modeling*, Oxford University Press, New York 2004, 602.

Базелски споразуми обухватили су тржишни ризик за израчунавање примерености капитала тек амандманима из 1996. године, којим се уводи Ниво 3 капитала за покриће тржишног ризика. И Базел II усваја дотадашњу структуру капитала, предвиђајући да Ниво 3 капитала чине краткорочне субординиране обавезе за покриће изложености према тржишном ризику. У погледу начина рачунања минималног потребног капитала, инвестиционим друштвима се предлаже да прво израчунају капитал за изложености према кредитним и оперативним ризицима, а тек потом израчунају захтеве за тржишни ризик, након што утврде колико су Ниво 1 и Ниво 2 капитала слободни за покриће тржишног ризика.⁴⁹¹ Међутим, Базел III укида Ниво 3 капитала услед недовољно квалитетних средстава који су га чинили.

Тржишни ризик може бити општи (систематски) и специфичан (несистематски) тржишни ризик. Општи тржишни ризик представља резултат промена цена свих финансијских инструмената, које су проузроковане променама у вођењу економске политике једне земље. Специфичан тржишни ризик јавља се у ситуацијама када се цене одређеног финансијског инструмента не крећу у истом смеру као цене других сличних инструмената услед специфичности пословања издаваоца тог инструмента.⁴⁹²

У наставку рада биће приказане најзначајније врсте тржишних ризика са којима се суочавају током пословања трговци хартијама од вредности.

8.3.1 Ризик каматне стопе

Када на тржишту дође до промена каматних стопа, извори прихода брокерско-дилерских друштава и банака (посебно приходи од камата по зајмовима и хартијама од вредности), али и најважнији извори расхода (трошкови од камата по недепозитима), такође морају претрпети промене. Променљиве тржишне каматне стопе мењају тржишну вредност активе и пасиве, а самим тим мењају нето вредност инвестиционих друштва.⁴⁹³

⁴⁹¹ В. Матић, “Базел II – тржишни ризик”, *Банкарство*, бр.1-2/2010, 142.

⁴⁹² Ђ. Ђукић, 43.

⁴⁹³ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 17.

Ризик каматне стопе (*interest rate risk*) дефинише се као ризик смањења профита инвестиционих друштава због промена у висини каматних стопа. Каматни ризик посебно је изражен у пословању банака, стога ће у наставку бити речи о каматном ризику банака. Другим речима, каматни ризик представља неизвесност остварења очекиваних прихода и расхода, односно профита банке, услед кретања нивоа каматних стопа које су релевантне за банку, пре свега са аспекта изложености активе или пасиве банке овим кретањима. Изложеност банака каматном ризику произлази из тога што већина њихових билансних ставки генерише приходе и расходе који се усклађују са каматним стопама. Нарочито неповољна ситуација за банку је када има закључене уговоре о кредиту које је одобрила са фиксном каматном стопом, а у међувремену је дошло до пораста каматних стопа на тржишту.⁴⁹⁴ Исто тако, банка која има закључене уговоре о кредиту са варијабилном каматном стопом, изложена је ризику да забележи пад прихода уколико наступи пад тржишних каматних стопа. Супротно томе, корисник кредита наћи ће се у неповољној ситуацији уколико наступи скок каматних стопа на тржишту.⁴⁹⁵

Основну меру каматног ризика представља коефицијент између ставки активе осетљивих на промену каматне стопе и ставки пасиве осетљивих на промену каматне стопе. Суштински, коефицијент представља спремност банке да прихвати ризик у погледу предвиђања будућег кретања каматних стопа на тржишту, посебно у периодима великих осцилација тржишних каматних стопа. Ако каматне стопе падну, а банка има поменути коефицијент већи од један, банчини приноси ће се смањити. Уколико дође до пораста каматних стопа, банчини приноси ће се повећати. Услед тешкоћа у предвиђањима будућег кретања каматних стопа, како би смањиле изложеност каматном ризику, поједине банке прибегавају билансном реструктурирању ставки активе и пасиве осетљивих на каматне стопе, не би ли одржале коефицијент на јединици.⁴⁹⁶

Реализација ризика каматних стопа може одступити од процењених вредности, на шта утиче и чињеница да овај фактор тржишних ризика има различите појавне облике, попут: 1) ризик промене каматне стопе који настаје услед временске неусклађености

⁴⁹⁴ М. Иваниш, 7.

⁴⁹⁵ Ђ. Ђукић, 35.

⁴⁹⁶ *Ibid.*, 36.

промене каматних стопа и токова готовине (*re-pricing risk*);⁴⁹⁷ 2) базни ризик (*basis risk*) коме је банка изложена услед различитих референтних каматних стопа код каматно осетљивих позиција са сличним карактеристикама што се тиче доспећа или поновног одређивања цена; 3) ризик опција (*optionality risk*) којем је банка изложена због уговорних одредаба у вези са каматно осетљивим позицијама (кредити са могућношћу превремене отплате, депозити са могућношћу превременог повлачења). Такође, банка је обавезна да најмање једном годишње спроводи стрес тестове ефеката промене каматних стопа, у складу са природом и нивоом ризика којима је изложена.⁴⁹⁸

Најзначајнији фактори ризика каматне стопе су: пласмани у хартије од вредности, преференције клијената, интензитет конкуренције, величина банке, позиција на тржишту новца. Осим наведених фактора, ваља навести и постојање тзв. индиректног каматног ризика који је повезан са понашањем клијената приликом избора појединих опција које садрже банкарски производи.⁴⁹⁹

Сврха управљања ризиком каматне стопе је одржавање изложености по каматним стопама унутар дозвољених граница. Промена каматних стопа директно утиче и на промену цена хартија од вредности. Високе каматне стопе стимулишу улагаче да слободна новчана средства преусмеравају у банкарски сектор што доводи до смањења потражње на тржишту акција и даљем паду њихових цена. Насупрот томе, ниске каматне стопе односно јефтин новац формирају слободна средства која користе шпекуланти за бројне манипулације на тржишту капитала, што неминовно води порасту цена акција. Оскудица новчаних средстава генерисаних из банкарског сектора смањује шпекулативну активност на берзи и за последицу има пад цена акција. Обичне акције носе мањи ризик каматне стопе од преференцијалних акција, с обзиром да су обичне акције под утицајем будућих изгледа фирме.⁵⁰⁰

Ризик каматне стопе посебно је изражен код дужничких хартија од вредности (обвезница, записа, сертификата). Ризик каматне стопе нарочито је присутан код обвезница које емитује држава, јер су ослобођене ризика неизвршења обавезе. Тржишна цена државних обвезница мења се са сваком променом каматних стопа на тржишту и ретко је једнака номиналној вредности. Уколико тржишне каматне стопе

⁴⁹⁷ В. Матић, “Тржишни ризици”, 71.

⁴⁹⁸ Одлука о управљању ризицима банке, чл. 45-47.

⁴⁹⁹ М. Иваниш, 8.

⁵⁰⁰ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 18.

расту, пада цена државних обвезница, с обзиром да улагачи нису вољни да купују обвезнице које носе нижу каматну стопу од оне која је тренутно на тржишту. Насупрот томе, када падају тржишне каматне стопе, расте цена државних обвезница, јер су тада улагачи заинтересовани за већ емитоване обвезнице по вишој каматној стопи од тренутне. Уколико улагачи желе да избегну учестале промене каматних стопа, могу се определити за улагање у краткорочне обвезнице са роком доспелости до годину дана. Тада се суочавају са другом врстом ризика, а то је ризик номиналне (купонске) каматне стопе. И корпоративне обвезнице суочавају се са две врсте ризика – ризик промене цене и ризик номиналне каматне стопе. Једина разлика у односу на државне обвезнице је та што корпоративне обвезнице морају понудити веће каматне стопе улагачима услед постојања ризика банкротства друштва.⁵⁰¹

8.3.2 Валутни (девизни) ризик

Валутни или девизни ризик (*foreign exchange risk*) је ризик могућности настанка негативних ефеката на финансијски резултат и капитал брокерско-дилерског друштва, односно банке услед промене валутног (девизног) курса.⁵⁰² Валутни ризик се састоји у могућности неповољне промене курса стране валуте коју потражује или дугује брокерско-дилерско друштво, односно банка, или на коју гласи хартија од вредности коју друштво потражује или дугује.⁵⁰³ Шире посматрано, валутни ризик могао би се дефинисати као ризик од промена у имовини, приходима и конкурентској позицији друштва услед осцилација у висини валутних курсева, укључујући и злато. Злато је ближе валутној позицији него робној, јер је променљивост његове вредности у сличној позицији са страним валутама, стога друштва управљају златом на сличан начин као и са страним валутама.⁵⁰⁴

Валутном ризику значајно је допринео пад Бретонвудског споразума, али и свакодневна политичка и економска кретања. Сматра се да постоје три основне врсте изложености валутном ризику: економска, трансакциона и билансна (конверзиона)

⁵⁰¹ *Ibid.*, 19.

⁵⁰² ЗТК, чл. 189, Закон о банкама, чл. 32.

⁵⁰³ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 133.

⁵⁰⁴ В. Матић, “Базел II – тржишни ризик”, 144.

изложеност валутном ризику. Економска изложеност ризику девизних курсева обухвата последице промене девизних курсева на спољнотрговинско пословање.⁵⁰⁵ Заправо, економска изложеност валутном ризику настаје као последица реалне промене курса валуте у односу на валуте конкурената.⁵⁰⁶

Трансакциона изложеност валутном ризику представља изложеност ризику, која може довести до тога да се не реализује планирана зарада у финансијским трансакцијама у којима продајна цена и трошкови нису у истој валути, услед присутних промена у вредности курса валута између периода утврђивања цена и наплате учињене услуге. Укратко, трансакциона изложеност подразумева временску неусклађеност између тренутка преузимања обавезе и њеног плаћања.⁵⁰⁷

*Трансакциона изложеност = страна актива – страна пасива * текући валутни курс*⁵⁰⁸

Билансна (конверзиона) изложеност валутном ризику обухвата утицај промене курсева на активу и пасиву биланса стања и приходе и расходе биланса успеха инвестиционих друштава. Долази до изражаја при одабиру вредности страних валута по основу којих се обавља њихова конверзија за настале пословне промене, при састављању финансијских извештаја, биланса стања и биланса успеха.⁵⁰⁹

Валутни ризик посебно је важан за инвестициона друштва која послују глобално, с обзиром да су она изложена променама курсева бројних валута. Као врста тржишног ризика, валутни ризик настаје због негативних промена девизног курса. На девизне курсеве валута свих држава утиче њихов спољнотрговински биланс, као и ситуација у

⁵⁰⁵ Навешћемо једноставан пример. Трговац „Мехари“ уочио је да је цена акција компаније „Голф“ на Франкфуртској берзи 300 евра по акцији, док је на Београдској берзи 48.000 динара (тј. 400 евра, по курсу 1е = 120 динара). Због тога „Мехари“ одлучује да купи 1.000 акција компаније „Голф“ по цени од 300 евра, плаћајући 300.000 евра, да би их продао на Београдској берзи по цени од 400 евра по акцији, наплаћујући 400.000 евра. На тај начин „Мехари“ је зарадио 100 евра по акцији, те му је укупна добит 100.000 евра. Претпоставимо да „Мехари“ није успео одмах да прода акције на берзи, те да је у међувремену вредност акција на Београдској берзи пала на 39.900 динара по акцији, услед промене курса (нпр. 1е = 140 динара, односно 285 евра по акцији). У том случају „Мехари“ би претрпео губитак од 15 евра по акцији, те би укупан губитак износио 15.000 евра.

⁵⁰⁶ Т. Јованић, 63.

⁵⁰⁷ М. Иваниш, 9

⁵⁰⁸ Навешћемо једноставан пример у циљу разумевања наведене формуле. Инвестиционо друштво „Сафари“ купило је обвезнице у износу од 10.000 евра, по курсу 1е = 120 динара, које доспевају за наплату за месец дана. Претпоставимо да је у међувремену курс евра порастао са 120 на 130 динара, колико износи у време доспелости наплате. Друштво је дужно да за купљене обвезнице исплати 1.300.000 динара (130 * 10.000 = 1.300.000). Тиме је „Сафари“ претрпео губитак у износу од 100.000 динара (1.300.000 – 1.200.000 = 100.000), услед негативне промене курса динара. Претпоставимо следећу ситуацију, да је у време доспелости курс евра пао са 120 на 115 динара. Друштво је дужно да за купљене обвезнице плати 1.150.000 динара, чиме је остварило добит од 50.000 динара.

⁵⁰⁹ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 27.

међународној трговини. Изложеност инвестиционог друштва валутном ризику подразумева постојање нето кратке или дуге отворене позиције у одређеној валути.⁵¹⁰ Инвестиционо друштво има кратку девизну позицију када су му девизне обавезе веће у односу на девизну активу (када је у трговини вредносницама претрпео губитак услед негативног курса домаће валуте), а дугу девизну позицију када му је девизна актива већа од девизне пасиве (друштво је остварило добит у трговини вредносницама услед позитивног курса домаће валуте).⁵¹¹

Брокерско-дилерско друштво поседује капитал примерен његовој изложености валутном ризику уколико је вредност капитала најмање 8% укупне изложености том ризику. Друштво рачуна нето изложеност у одређеној страној валути као збир: нето тренутних изложености, које представљају разлику између свих позиција активе и свих позиција пасиве у билансу стања, и неопозивих гаранција и других средстава обезбеђења у одређеној страној валути. Разлике утврђене између позиција у активи и пасиви у одређеној страној валути, тј. нето изложеност у свим страним валутама, конвертују се у динаре према средњем курсу Народне банке Србије. Потом се све нето кратке позиције и све нето дуге позиције посебно сабирају тако да се успостави посебан износ свих нето кратких позиција и свих нето дугих позиција, а разлика ових позиција јесте укупна нето изложеност брокерско-дилерског друштва.⁵¹²

Базелски комитет и Европска унија прихватају метод под именом “*short-hand method*”. Према овом методу, прво се обавља сабирање свих кратких и свих дугих позиција у различитим валутама, а потом се узима она која је већа, као индикатор укупне нето отворене позиције.⁵¹³ Уколико брокерско-дилерско друштво, односно овлашћена банка намерава да се заштити од валутног ризика, може користити терминске трансакције, или изведене финансијске инструменте попут фјучерса и опција.

⁵¹⁰ R. Dale, 54.

⁵¹¹ Ђ. Ђукић, 37.

⁵¹² Правилник о примереном капиталу, чл. 19. Израчунавање отворене нето девизне позиције банке регулисано је Одлуком о адекватности капитала банке, чл. 9-14.

⁵¹³ Ђ. Ђукић, 40.

8.3.3 Робни ризик

Робни ризик (*commodities risk*) јесте ризик губитка који произилази из промене цене робе. Робни ризик представља минимални капитални стандард за покриће ризика држања или узимања позиција у робама, укључујући племените метале, али не и злато које се третира као страна валута. Робни ризик често је знатно сложенији и променљивији у односу на валутни и каматни ризик, док тржиште роба може бити мање ликвидно од девизног тржишта и тржишта каматних стопа. Поменути тржишне карактеристике могу значајно отежати транспарентност цене и ефикасни заштиту од робног ризика.⁵¹⁴

Трговац вредносницама може се изложити робном ризику уколико тргује акцијама одређеног произвођача робе (тј. акционарског друштва). Ако у међувремену дође до пада вредности имовине произвођача због слабе продаје његових производа на тржишту, неминовно ће доћи до пада вредности акција, које трговац држи у свом портфељу, чиме ће претрпети губитак у свом пословању.⁵¹⁵

Базел III предлаже два метода за мерење ризика позиције у робама и израчунавање капиталног захтева на стандардизован начин – Поједностављени приступ (*The simplified approach*) и Приступ ранжираних позиција по доспећу (Приступ лествице доспећа, *Maturity ladder approach*). Код оба приступа, дуге и кратке позиције у свакој роби морају бити пријављене на нето основи, у циљу рачунања отворених позиција.⁵¹⁶ Капитални захтев трговца вредносницама за сваку врсту робе израчунава се као збир следећег: 1) 15% нето позиције, дуге или кратке, помножене с промптном тржишном ценом робе; 2) 3% бруто позиције, дуге плус кратке, помножене с промптном тржишном ценом робе. Укупни капитални захтев трговца за робни ризик израчунава се

⁵¹⁴ В. Матић, “Базел II – тржишни ризик”, 144.

⁵¹⁵ Навешћемо једноставан пример. Трговац вредносницама купио је акције компаније „Форд“ 2007. године, које су се добро котирале на тржишту, очекујући да ће остварити добит њиховом каснијом продајом. Појава економске кризе, слаба куповна моћ становништва, застарела гама модела одразила се на продају Фордових модела, што је утицало на пад вредности њихових акција, а самим тим и на пословање трговца који је био у губитку, с обзиром да је могао продати акције по знатно нижој цени од купљене.

⁵¹⁶ А. Al-Darwish *et al.*, Possible Unintended Consequences of Basel III and Solvency II, *IMF Working Paper* 2011, 70, <http://www.ssrn.com/abstract-id1910490>, 07.02.2014. М. Elderfield, “Basle publishes final market risk capital standards”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.11/1996, 126.

као збир капиталних захтева за робни ризик за поједину врсту робе.⁵¹⁷ За потребе рачунања капиталних захтева у оквиру Приступа ранжираних позиција по доспећу, позиције у различитим робама се прво рангирају по рочности. Трговац вредносницама је дужан да за сваку робу примењује посебну лествицу доспећа. Све позиције у роби распоређују се у одговарајуће разреде доспећа. Примера ради, залихе робе распоређују се у разред доспећа до једног месеца.⁵¹⁸ Уколико се инвестициона друштва одлуче за Приступ интерних модела (*Internal model approach*), као најнапреднији, могу пребијати дуге и кратке позиције у различитим робама, до нивоа који је дефинисан емпиријском рачуницом.⁵¹⁹ Трговци вредносницама могу користити напредни приступ (Проширени приступ лествице доспећа): уколико у великом обиму послују са робом; имају одговарајући распршен робни портфељ; и нису у могућности примењивати наведене моделе за потребе рачунања капиталног захтева за робни ризик.⁵²⁰

8.3.4 Ризик промене цене хартија од вредности

Ризик промене цена хартија од вредности присутан је на тржишту капитала. Овом ризику изложени су сви учесници на тржишту капитала, који у својим портфељима држе вредноснице. Уколико дође до пада вредности њихових вредносница на берзи или мултилатералној трговачкој платформи или ОТЦ тржишту, истовремено ће доћи до пада вредности њиховог портфеља, и обротно, уколико дође до пораста вредности вредносница, расте и вредност њиховог портфеља.⁵²¹

Закон о тржишту капитала дефинише ризик промене цена као ризик губитка који произилази из промене цене финансијског инструмента, односно у случају изведеног финансијског инструмента, из промене цене основе из које је изведен тај инструмент. Ризик промене цена може бити:

⁵¹⁷ Уредба о капиталним захтевима 575/2015, чл. 360.

⁵¹⁸ *Ibid.*, чл. 359, ст. 1.

⁵¹⁹ В. Матић, “Базел II – тржишни ризик”, 144.

⁵²⁰ Уредба о капиталним захтевима 575/2015, чл. 361.

⁵²¹ К. Avram, “Capital adequacy requirements for Australian banks”, *Economic Papers A journal of applied economics and policy*, Vol.18, No.3/1999, 22.

1) општи ризик промене цене - представља губитак који произилази из промене цене финансијског инструмента због промене висине каматних стопа или других већих промена на тржишту капитала, независно од било које специфичне карактеристике тог финансијског инструмента;

2) специфични ризик промене цене - представља губитак који произилази из промене цене финансијског инструмента због чињеница везане за издаваоца, односно у случају изведеног финансијског инструмента, због чињеница везане за издаваоца основног финансијског инструмента.⁵²²

До усвајања Директиве о примерености капитала инвестиционих друштава и кредитних институција, специфични ризик посматран је као кредитни ризик. Анализа специфичног ризика према Директиви заснована је пре свега на тржишном приступу. До појаве специфичног ризика долази уколико учесници на тржишту промене своје мишљење о позицији одређеног издаваоца, док је кредитни ризик заснован на природи издаваоца. Међутим, како Директивом нису јасно одређени параметри специфичног ризика, у пракси се дешавало да се овај ризик посматра и као тржишни и као кредитни ризик.⁵²³ Да би се заштитили од специфичног ризика, брокерско-дилерска друштва и банке морају поседовати капитал од најмање 8% од укупне изложености овом ризику. Овај износ се може смањити на 4%, уколико се установи да је портфељ хартија од вредности ликвидан и довољно распршен.⁵²⁴

Глобализација финансијских тржишта и развој нових финансијских инструмената и финансијских деривата утицала је да корелације цена сличних финансијских инструмената постану врло изражене, а тиме и дубина тржишта. Стога, распршеност (диверсификација) портфеља финансијских инструмената представља једну од кључних стратегија управљања овим ризиком.⁵²⁵

⁵²² ЗТК, чл. 189, ст. 2, 3.

⁵²³ D. Augustin, 143.

⁵²⁴ D. Laas, C. Siegel, Basel Accords versus Solvency II: Regulatory Adequacy and Consistency under the Postcrisis Capital Standards, 5, <http://www.ssrn.com/abstract=2248049>, 22.02.2014.

⁵²⁵ Т. Јованић, 63.

8.3.5 Остали тржишни ризици

Ризик друге уговорне стране (*counterparty risk*) и ризик измирења јесу ризици губитка који произилазе из неиспуњавања обавеза друге уговорне стране на основу позиција из књиге трговања. Домаће законодавство регулисало је ризик друге уговорне стране као тржишни ризик, премда се у европском законодавству, овај ризик углавном одређује као кредитни ризик. Увидевши значај, Базел III наглашава да ризик друге уговорне стране треба регулисати најмање на нивоу тржишног или кредитног ризика. Посебно, постоји потреба за формирањем независног одељења за управљање овим ризиком.⁵²⁶ Европски прописи уређују ризик друге уговорне стране као кредитни ризик. Посебно истичу разграничење овог ризика од тржишног, правног, оперативног ризика и ризика ликвидности који могу бити повезани са ризиком друге уговорне стране. У поступку управљања ризиком друге уговорне стране, инвестиционо друштво је дужно да пре закључења одређеног посла процени кредитну способност друге уговорне стране, као и да узме у обзир ризик измирења и кредитни ризик пре измирења. Инвестиционо друштво управља овим ризицима колико је могуће целовито, на нивоу сваке друге уговорне стране, узимајући у обзир укупну изложеност ризику друге уговорне стране и остале кредитне изложености на нивоу целог друштва.⁵²⁷

Ризик опција користи се за потребе рачунања капиталног захтева за ценовне ризике, робни и валутни ризик, те инвестициона друштва морају узети у обзир и позиције у опцијама, које се воде у књизи трговања. Опцијама се послује другачије у односу на остале деривативне инструменте, с обзиром да опције имају нелинеарне везе са основним инструментом. Постоје три основна приступа управљања ризиком опција: Поједностављен приступ, Делта плус метод и Сценарио приступ или Контигент приступ. За очекивати је да брокерска-дилерска друштва и банке која имају развијене пословне активности, користе напредније системе за управљање овим ризиком.⁵²⁸

Ризик плаћања у трансакцији настаје ако једна страна плаћа новцем или доставља средства пре примања сопствене готовине или средства, излажући их потенцијалном губитку. Како би се смањио ризик извршења плаћања у финансијским трансакцијама,

⁵²⁶ SAS Institute, Counterparty Exposure Management in the Basel III Era, 3, <http://www.ssrn.com/abstract-id2056804>, 20.02.2014.

⁵²⁷ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 286, ст. 2.

⁵²⁸ K. Avram, 29. M. Elderfield, 126.

бројне земље прибегавају употреби салдирања по принципу вишестране компензације. Овај принцип омогућава инвестиционим друштвима да обаве појединачно плаћање супротној страни у послу, чиме се знатно смањује обим међусобних плаћања.⁵²⁹

8.4 Оперативни ризик

Последњих година, инвестициона друштва су схватила да од ваљане процене и система управљања оперативним ризиком, умногоме зависи њихова стабилност, тржишно учешће и у крајњем резултат пословања а самим тим и опстанак на тржишту. Технолошки напредак, коришћење високо аутоматизоване технике, пораст електронске трговине, висок степен спајања, подела и консолидације, развој нових финансијских инструмената, прекогранично обављање услуга, утицало је на то да брокерско-дилерска друштва и банке временом постану све сложеније финансијске институције.⁵³⁰ Пружање услуга захтева квалитетну организациону међуповезаност, чиме су инвестициона друштва постала надасве зависна од информационих система и инфраструктуре. Грешка било људског, било техничког фактора, неминовно води ка губицима и рушењу репутације једног инвестиционог друштва, односно банке.⁵³¹

Свест о регулисању и управљању оперативним ризиком је новијег датума, а посебно заокупља пажњу стручне јавности након колапса Беринг банке (*Baring Bank*). Међитим, сам концепт оперативног ризика није нов. Суштински, то је први ризик који инвестициона друштва морају оцењивати, знатно пре управљања кредитним и тржишним ризицима. Сазрела је идеја да управљање оперативним ризиком постане самостална дисциплина са сопственом структуром управљања, средствима и процесима, попут кредитног и тржишног ризика. Оперативни ризик је по први пут обухваћен смерницама Комитета за спонзорисање организација (*Committee of Sponsoring Organizations – COSO*) из 1991. године, али без већег значаја.⁵³² Базелски комитет инкорпорисао је оперативни ризик у споразум из јуна 2004. године. Базел II

⁵²⁹ Ђ. Ђукић, 32.

⁵³⁰ Н. Ђоковић, Оперативни ризици у банкарском пословању – Вјероватноћа остваривања губитака, 1, <http://www.cgekonomet.com>, 24.03.2014.

⁵³¹ Т. Јованић, 64.

⁵³² А. Mongid, I. Mohd Tahir, Estimating Operational Risk Capital Charges for Indonesian Rural Banks, 4, <http://www.ssrn.com/abstract=1460418>, 25.02.2014.

дефинише оперативни ризик као ризик губитка који произилази из неодговарајућих или погрешних интерних процеса, људи и система или из екстерних догађаја (нпр. промене цена финансијских инструмената или каматних стопа узрокованих променама економске политике одређене земље, чиме се оперативни ризик преклапа са тржишним ризиком, или стечај одређеног клијента на тржишту капитала, чиме се оперативни ризик поклапа са кредитним ризиком). Поменутом дефиницијом обухваћен је правни ризик, док је искључен стратешки и репутациони ризик.⁵³³

Увођењем оперативног ризика у Базелски споразум II постигнуто је неколико циљева: 1) свеобухватнији третман изложености ризицима, с обзиром да је по први пут поред кредитних и тржишних ризика регулисан и оперативни ризик, као водећи ризик у групи нефинансијских ризика; 2) дефинисање појма оперативног ризика, упркос бројним полемикама и дебатама стручне јавности у погледу њене обухватности, постаје светски стандард не само у банкарском сектору, већ и у осталим финансијским секторима; 3) утврђивање међународног признатог оквира за израчунавање потребног капитала за укупне изложености ризицима, који обухватају и оперативне ризике, као и приступе мерењу овим изложеностима; 4) дефинисање оквира за истраживање и прикупљање података кроз понуђену класификацију оперативних ризичних догађаја у неколико категорија.⁵³⁴

Оперативни ризик, као нефинансијски ризик, представља ризик директних и индиректних губитака, који су последица неусаглашених поступака, као и људског, интерног и екстерног фактора, те уколико се приступи телеолошком тумачењу поменуте дефиниције примећује се синергија у деловању ризика људског фактора, ризика пословања, ризика трансакција, као и технолошког ризика. Основа за правилно управљање оперативним ризиком јесте контролисање споменутих компоненти ризика, које се може спровести стручним пословањем, уз поштовање пословне етике чији су постулати утемељени давне 1863. године, оснивањем Бонитетне контроле Централне Банке САД (*Controller of Currency*).⁵³⁵

⁵³³ Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Bank for International Settlements, June 2004, 137. Сличну дефиницију предложила је и Британска банкарска асоцијација (*British Bank Association*) дефинишући оперативни ризик као ризик директног или индиректног губитка који настаје због неадекватних или неуспешних интерних процеса, кадрова или система или због спољашњих догађаја. В. Вуковић, Б. Стакић, “Ризици у банкарству са посебним освртом на оперативни ризик”, *Финансије, банкарство и осигурање*, Vol.7, No.1/2010, 12.

⁵³⁴ В. Матић, “Базел II – оперативни ризици”, *Банкарство*, бр.3-4/2010, 162.

⁵³⁵ М. Дукић-Мијатовић, 158.

Постоје бројни извори оперативног ризика, а међу најзначајнијима су:

- 1) интерне преваре - обухватају погрешно извештавање и друге неовлашћене активности попут непријављених или неовлашћених трансакција, крађе, корупција, фалсификовање, утаја пореза, намерно уништење имовине, злоупотреба личних података клијената, инсајдерско трговање;
- 2) екстерне преваре – обухватају физичке крађе и пљачке, фалсификовање, неовлашћене упаде у компјутерске системе – хаковање, крађе података;
- 3) пропусти у односима са запосленима и у систему безбедности на раду – обухватају одговорност за запослене (нпр. пружање здравствене заштите запосленима и обезбеђење на раду), обештећење запослених (нпр. исплата зарада, накнада, бенефиција, прекид радног односа), као и све врсте дискриминација на радном месту;
- 4) губици настали у односима са клијентима, пласманом производа или у пословној пракси – односе се на транспарентност пословања (нпр. кршење фидуцијарне дужности, приватности, агресивна продаја, злоупотреба поверљивих информација), неодговарајућу тржишну или пословну праксу (нпр. кршење антимонополских прописа, тржишне злоупотребе, инсајдерско трговање, обављање активности без дозвола, прање новца), грешке у производима, лош избор клијената, прекорачење изложености клијента, лоше инвестиционо саветовање;⁵³⁶
- 5) оштећење средстава и имовине – настали услед природних катастрофа, вандалских или терористичких напада;
- 6) прекиди у пословању и пад система – односе се на пад система проузрокован падом хардвера, софтвера, телекомуникационим проблемима, прекидом у напајању електричном енергијом, гасом, водом;
- 7) губици настали извршењем трансакција, испоруком и процесима управљања – односе се на евидентирање и извршавање трансакција (нпр. погрешан унос података, неоперативност, пропуштени рокови, рачуноводствене грешке, погрешне испоруке), пропусти у обавезном извештавању, нетачни екстерни извештаји, непотпуна

⁵³⁶ Р. Wood, 417. М. Драгосавац, “Оперативни ризици”, *Школа бизниса*, Нови Сад, бр.4/2012, 58.

документација клијената, неовлашћен приступ рачунима клијената, причињена штета на имовини клијента, спорови са продавцима, добављачима, пословним партнерима.⁵³⁷

Овако широка форма оперативних ризика и њихово присуство у свим фазама пословног процеса, чини их хетерогеном категоријом. Међутим, поједина обележја оперативних ризика остављају нам могућност одређеног категорисања применом критеријума учесталости њихове реализације, као и последицама које остављају за собом. Према томе, могуће их је разврстати у три категорије: 1) Стандардни оперативни ризици прате редовне, текуће активности у пословању инвестиционг друштва и у просеку се реализују једанпут недељно, док су губици које проузрокују обично мале вредности. 2) Кључни оперативни ризици јављају се ређе, проузрокују веће губитке наспрам стандардних, премда својом висином не могу угрозити опстанак инвестиционог друштва. 3) Изузетни, катастрофални или “ризички убице” јављају се изузетно ретко (једном у десет година), али су последице њиховог дејства толико разорне, да онемогућавају остваривање стратешких циљева друштва, а понекад прете и његовом опстанку. Из тог разлога, инвестициона друштва су обавезна да рачунају економски капитал за неочекиване губитке који настају реализацијом оперативних ризика, али и да праве планове пословања у ванредним околностима.⁵³⁸

Стога је Базел II предвидео увођење капиталног захтева, који је директно везан за процену оперативног ризика. Међутим, свесни да банкарско и берзанско окружење у земљама у транзицији подразумева већу изложеност кредитним и тржишним ризицима, бројна регулаторна тела су увела више стандарде при чему се 12 - 15% сматра примереним за транзиционе земље.⁵³⁹

На растући значај оперативног ризика на финансијским тржиштима данас утичу бројни процеси: 1) са порастом електронске трговине долази и до већег присуства оперативних ризика; 2) са аквизицијама и мерџерима великих размера и консолидацијама у финансијском сектору, у први план избија тестирање способности постојања нових интеграционих система; 3) узимајући у обзир ослањање на глобално интегрисане системе, употреба технологија са високом аутоматизацијом доводи до преноса ризика са грешака које настају на основу ручне обраде ка ризицима

⁵³⁷ М. Станишић, Љ. Станојевић, “Ризици у банкарском пословању и Базел II”, *Финансије, банкарство и осигурање*, Vol.6, No.1/2010, 16.

⁵³⁸ В. Матић, “Оперативни ризик”, *Банкарство*, бр.7-8/2008, 76.

⁵³⁹ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 39.

отказивања система са великим негативним дејством; 4) инвестициона друштва пружају бројне услуге на тржишту, ради капитализовања предности које имају у погледу експертиза и компаративних предности у управљању оперативним ризицима;⁵⁴⁰ 5) све чешћа употреба аранжмана спољне подршке (*outsourcing*), као и учешћа у системима клиринга и салдирања ублажавају поједине ризике, али зато истичу друге ризике. Последњих година, аутсорсинг кључних активности или функција другим компанијама значајније је присутан у финансијском сектору. Аутсорсинг носи неколико ризика, што представља основ за пажљив третман са аспекта контроле. Основна сврха аутсорсинга је смањење трошкова. Сем трошковне ефикасности, циљ за дугорочно стратешко партнерство може бити смањење оперативних ризика дељењем и преносом ризика.⁵⁴¹

Постоје три алтернативна начина третмана оперативних ризика: избегавање ризика, редуцирање и дељење ризика и преузимање ризика. Избегавање ризика примењује се као одговарајући третман у ситуацијама када је очекивани профит од предузетих делатности мањи наспрам трошкова преузимања ризика, те се послови стопирају или не преузимају. Редуцирање или амортизовање ризика односи се на смањење учесталости појаве ризичних догађаја, као и на смањење интензитета ризичних догађаја. Дељење и пренос ризика су прихватљиви једино ако се ризик не може ваљано редуцирати помоћу интерних контрола, или ако је трошак контроле већи од очекиваних потенцијалних губитака.⁵⁴²

Услед многобројних активности са којима се суочавају током пословања, инвестициона друштва су осим оперативног ризика, изложена и другим нефинансијским ризицима попут: правног, репутационог, стратешког, позиционог, системског ризика, ризик усаглашености (ризик комплајанса) и других.

⁵⁴⁰ Ђ. Ђукић, 47.

⁵⁴¹ N. Moloney, 483-486, О. Филиповска, “Значај и третман оперативних ризика у банкарском менаџменту”, *Банкарство*, бр.5-6/2011, 66.

⁵⁴² *Ibid.*

8.4.1 Правни (законски) ризик

Правни ризик (*legal risk*) може се дефинисати као ризик потенцијалног губитка услед неизвесности правног уређења, судског одлучивања, или несигурности у примени закона, подзаконских правила или уговора.⁵⁴³ До сада правном ризику није била посвећена довољна пажња. Овај ризик тешко је препознати *ex ante*, с обзиром да се може појавити после много година. Примера ради, одређена одлука управних органа може произвести последице за друштво тек након неколико година. Узроци могу бити бројни (нпр. ништавост уговора, неправилно објављивање информација, пристрасно саветовање и друго), али његове последице понекад могу бити деструктивне за инвестиционо друштво, а могу довести и до појаве системског ризика.⁵⁴⁴

Када се говори о правном ризику, у контексту подврсте оперативног ризика, треба имати на уму да је у питању ризик који производи правне последице. Оно што се има на уму је да је у питању нешто што према природи догађаја и околности овај ризик може оквалификовати као правни. Ако инвестиционо друштво не предузме одговарајуће мере да усагласи своје правне прописе са законом, или се особље друштва не прилагоди новонасталим регулаторним захтевима, то друштво је потенцијално изложено правном ризику.⁵⁴⁵ Идентификовање правног ризика је делимично нуспроизвод дефинисања самог значења израза, а делимично представља резултат примене те дефиниције на свакодневно пословање инвестиционог друштва. У пракси, потребно је да инвестициона друштва процене где је највероватније да ће правни ризик настати (с обзиром да је немогуће у потпуности спречити појаву ризика). За већину инвестиционих друштава, две најзначајније категорије настанка правног ризика су неповољне тужбе и неуредна (непотпуна) документација.⁵⁴⁶

Као и за остале врсте оперативног ризика и за правни ризик је карактеристично да се појављује као подврста других типова оперативног ризика (ризици процеса, људског фактора, интерни и екстерни оперативни ризици), те је у том смислу дефинисање појма

⁵⁴³ E. Lizarzaburu Bolanos, Risk Management, an initial Guide: Literature Review, Statistics use, theory and actual information, Abril 2011, 48, <http://www.ssrn.com/abstract=1823845>, 19.02.2014.

⁵⁴⁴ E. Wymeersch, Risk in financial institutions – is it Managed?, Financial Law Institute, *Working Paper Series*, January 2012, 8, <http://www.ssrn.com/abstract=1988926>, 22.02.2014.

⁵⁴⁵ R. McCormick, *Legal Risk in the Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford 2010, 273.

⁵⁴⁶ *Ibid.*, 395.

правног ризика сложено. Правни ризик може се јавити у неколико категорија услед: активности инвестиционих друштава и њихових запослених који нису у потпуности у складу са законом (правни ризик као подврста ризика људског фактора); неизвесности у односу на захтеве и резултате примене закона (правни ризик као подврста екстерних ризика); релативне неефикасности правног система земље у целини.⁵⁴⁷

Међу главним узроцима настанка правног ризика, свакако је питање ефикасне примене закона. Премда се закони доносе у циљу примењивања, бројни недостаци који се појављују у пракси, последица су сложености и непрецизних одредби, могу променити законску позицију инвестиционих друштава. Осим нејасноћа законских одредби, бројни су и други узроци законског ризика: проблеми у примени закона; одсуство хармонизације прописа, што је нарочито велики проблем за све међународне финансијске институције, у контексту сукоба законских решења; неретко присутан раскорак између сталног развоја финансијских иновација и њиховог законског регулисања. Исто тако, извор правног ризика може бити свеукупан правни поредак једне земље. Земље у којима преовладава судска нестручност, корупција, могући су извор веома високог правног ризика.⁵⁴⁸

8.4.2 Репутациони ризик

Иако је Базелски споразум II експлицитно навео да репутациони ризик не третира као оперативни, не може се занемарити његово присуство на финансијским тржиштима. Финансијска криза 2007. године, посебно је истакла значајно присуство репутационог ризика инвестиционих друштава. Овај ризик се односи на проблеме корпоративног управљања, а пре свега на политику награђивања чланова управе инвестиционог друштва и политику управљања ризицима, с обзиром да обе политике производе последице на ризични профил инвестиционог друштва, а самим тим и на целокупно финансијско тржиште.⁵⁴⁹

⁵⁴⁷ В. Матић, “Законски ризик”, *Банкарство*, бр.9-10/2008, 100.

⁵⁴⁸ *Ibid.*, 101.

⁵⁴⁹ Политика награђивања чланова управе била је под будним оком јавности током кризе, што и не чуди, уколико се имају у виду огромне диспропорције у примањима. Примера ради, у САД-у, однос примања управитеља и просечних примања запослених током 2005. године износио је 262:1. Ако томе додамо

Репутациони ризик представља ризик губитка текућег или будућег прихода и капитала, услед негативног јавног мишљења о начину пословања инвестиционих друштава. Изложеност инвестиционих друштава репутационом ризику широко је присутна унутар њихове организационе и пословне структуре, због улоге коју ова друштва имају као финансијски посредници на тржишту капитала. У том контексту, изложеност репутационом ризику има специфичну димензију, с обзиром на одговорност коју имају за ризике који прате активности пружаоца услуга трећим лицима са којима ступају у облигационе односе.⁵⁵⁰

У том смислу, репутациони ризик може се појавити у следећим ситуацијама уколико: инвестиционо друштво послује тако да не спроводи идентификацију лица са којима закључује послове; друштво закључује послове са лицима која се доводе или се могу довести у везу са незаконитим пословима; чланови управе друштва или запослени не поштују обавезу чувања пословне тајне, или остварују личну корист на основу рада са клијентима; друштво не предузима мере интерне контроле којима се спречавају потенцијалне проневере запослених; друштво не обавља стручно усавршавање запослених или надзор над њима на начин који омогућава да се у раду са клијентима не праве грешке и да запослени пружају клијентима услуге на професионалном нивоу.⁵⁵¹

Репутациони ризик често се повезује са оперативним ризиком, иако постоје значајне разлике између ова два ризика. И док се оперативни ризик односи на интерне преваре, екстерне догађаје, људски фактор и неадекватне процесе, репутациони ризик првенствено се односи на губитак вредности инвестиционог друштва. Губици проузроковани репутационим ризиком односе се на смањење очекиваних прихода, као и на повећање трошкова финансирања и уговарања. Репутациони ризик везан је за стратешко позиционирање и спровођење политике инвестиционог друштва, сукоб интереса, комплајанс, професионално понашање запослених, чланове управе и корпоративно управљање. Репутациони ризик најчешће је последица корпоративног

исплате бонуса, хонорара и награда, иако су финансијске институције пословале са губицима и користиле санациона средства државе, онда не треба да нас изненади изјава америчког председника Барака Обаме да “држава не треба да помаже групи дебелих мачора са Волстрита”. Б. Васиљевић, М. Делић, “Финансијска криза и регулација”, *Право и привреда*, бр.4-6/2010, 242.

⁵⁵⁰ В. Матић, “Репутациони ризик”, *Банкарство*, бр.1-2/2009, 104.

⁵⁵¹ Одлука о начину и условима идентификације и праћења ризика усклађености пословања банке и управљања тим ризиком, *Службени гласник РС*, бр.57/2006, чл. 5.

управљања, а не спољних догађаја, стога се захтева различити приступ овом ризику у односу на оперативни ризик.⁵⁵²

Инвестициона друштва посвећују посебну пажњу репутационом ризику, у том смислу да доносе кодексе пословања. Током свакодневног пословања (*day-to-day management*), инвестициона друштва настоје да прошире своју пословну делатност, било нуђењем нових финансијских производа и/или услуга, врстом клијентеле, или ширим географским присуством. Ширење пословних активности ствара могућности за настанак репутационог ризика, посебно у случајевима када друштва приступају пословима са којима нису довољно упозната.⁵⁵³

Питање репутације инвестиционог друштва је веома сложено и у основи се везује за оцене које дају његови клијенти, акционари или шира јавност о начину на који друштво управља својим пословима, о квалитету и ефикасности пружених услуга, понуђеним финансијским инструментима, као и о мноштву других аранжмана у домену финансијских производа и услуга. На кратак рок, на формирање репутационог угледа одређеног инвестиционог друштва може утицати рекламна активност и пропаганда, али то није могуће на дужи рок.⁵⁵⁴

У контексту укупне хијерархије ризика са којима се суочавају инвестициона друштва, репутациони ризик је можда и најсложенији. Закључујемо да би инвестициона друштва требало да развију сопствене методе за управљање репутационим ризиком, у оквиру функције управљања свеукупном изложеношћу ризицима. Стратегија корпоративног управљања инвестиционим друштвом требало би да одреди недвосмислене препоруке, како би чланови управе могли да обезбеде даљи развој друштва робустним процесом управљања репутационим ризиком, који је увршћен у најшири концепт управљања ризицима на нивоу инвестиционог друштва.⁵⁵⁵

⁵⁵² I. Walter, Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: The Evidence So Far, 3-4, <http://www.ssrn.com/abstract-id1281971>, 15.04.2014.

⁵⁵³ Н. Орлић, “Ризик банака у условима светске економске кризе”, 9.

⁵⁵⁴ В. Матић, “Репутациони ризик”, 104.

⁵⁵⁵ *Ibid.*, 106.

8.4.3 Остали нефинансијски ризици

Стратешки ризик је могућност настанка негативних ефеката на финансијски резултат и капитал брокерско-дилерског друштва, односно овлашћене банке због непостојања одговарајућих политика и стратегија, затим њиховог неодговарајућег спровођења, као и због промена у окружењу у којем друштво послује, или изостанка ваљаног реаговања на те промене.⁵⁵⁶

Ризик усаглашености пословања (ризик комплајанса) брокерско-дилерског друштва, односно овлашћене банке јесте могућност настанка негативних ефеката на финансијски резултат и капитал друштва, односно банке због пропуштања усклађивања пословања са законом и другим прописима, стандардима пословања, кодексом понашања, процедурама о спречавању прања новца и финансирања тероризма, као и са другим актима којима се уређује пословање друштва, а посебно обухвата ризик од санкција регулаторног тела, ризик од финансијских губитака и репутациони ризик.⁵⁵⁷

⁵⁵⁶ Одлука о управљању ризицима банке, чл. 2.

⁵⁵⁷ Т. Јованић, “*Compliance* функција у банкама из угла регулаторног привредног права”, *Право и привреда*, бр.5-8/2009, 146.

МЕТОДОЛОГИЈА МЕРЕЊА И УПРАВЉАЊА РИЗИЦИМА

9.1 Управљање ризицима инвестиционог друштва

У другој половини 20. века, финансијски сектор обележиле су бројне промене које су утицале на измену институционалне структуре функционисања финансијског система. То је допринело ширењу поља активности инвестиционих друштава, као и повећању изложености улагача многобројним ризицима карактеристичним за финансијске активности. Зато је било неопходно идентификовати и анализирати промене које су се одвијале захваљујући глобализацији финансијских токова, дерегулацији, финансијским иновацијама, као и информационој технологији. Како би се смањила могућност настанка нових финансијских или економских криза, потребно је унапредити процесе управљања ризицима инвестиционих друштава.⁵⁵⁸

Мада је само постојање ризика од памтивека било супротно људским тежњама ка цивилизацијском напретку, без присуства ризика тај напредак би изостао. Савремени финансијски токови указују на присуство бројних нових ризика, али и на модификацију већ постојећих ризика. Способност идентификовања ризика, њихово мерење, праћење, предузимање одговарајућих стратегија, јесу обележја савременог финансијског сектора. Премда је преузимање ризика било повезано са основним активностима инвестиционих друштава, све до краја осамдесетих година 20. века, инвестициона друштва нису имала развијен концепт управљања ризицима.⁵⁵⁹

Управљање ризицима саставни је део пословања инвестиционих друштава и састоји се од идентификовања различитих облика ризика којима су изложена друштва, мерењу ризика помоћу квантитативних метода, дефинисање поступака којима се обавља управљање ризицима, процене ризика, увођење техника за смањење ризика, евалуације

⁵⁵⁸ М. Јакшић, “Управљање ризицима портфолија хартија од вредности”, *Економски хоризонти*, бр.3/2012, 151.

⁵⁵⁹ *Ibid.*, 152.

результата.⁵⁶⁰ Развој методологије управљања ризицима доскора је био усмерен на краткорочне инвестиционе активности, погодне за инвестиционе банке, брокерско-дилерска друштва, хец фондове, компаније, док је данас усмерен и на финансијске институције са дугорочним инвестиционим активностима.⁵⁶¹

Процес управљања ризицима не може се посматрати само као процес одбране од ризика, с обзиром да инвестициона друштва одређују врсту и ниво ризика који им је прихватљив за преузимање. Неретко се инвестициона друштва у току пословања одлучују да жртвују текуће приносе, зарад будућих неизвесних приноса. Преузимање ризика и управљање ризицима нису супротстављене активности, напротив представљају две стране једне медаље. Концепт проширеног управљања ризицима не заснива се само на избегавању ризика, већ и на коришћењу ризика.⁵⁶² Управо, однос брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака према ризику није ни пасиван, ни дефанзиван, с обзиром да брокерско-дилерска друштва и банке активно и свесно преузимају ризик, јер заузврат очекују профит, који се не може реализовати без ризика. Инвестициона друштва могу, користећи своју тржишну позицију, структуру капитала и експертизу, управљати ризиком трансформишући га и трансферишући га на тржишту. Према томе, управљање ризиком представља управљање имовином друштва.⁵⁶³

Основни циљ пословања инвестиционих друштава је остваривање профита. Да би једно инвестиционо друштво било профитабилно, од пресудног је значаја управљање односом ризика и прихода. Како инвестициона друштва пружају бројне услуге клијентима на тржишту капитала, оне теже реализовању прихода који је адекватан ризику који се преузима у пословању. Да би били успешни у пословању, задатак управе друштва је да управља ризицима и да препознаје ситуације које ће им донети добит. При остваривању циљева, органи управљања користе разне методе попут планирања капитала који им помаже у идентификовању ризика, повезивању ризика са одређеном пословном активношћу, што им указује како и на који начин могу увећати вредност друштва.⁵⁶⁴

⁵⁶⁰ Када су у питању циљеви управљања банкама *G. Schroeck* наводи да управљање посебно односи на: смањење променљивости новчаних токова, смањење променљивости тржишне вредности банке, стабилизацију приноса, повећање зарада, минимизирање трошкова позајмљивања. *M. Sakovich*, 3.

⁵⁶¹ *М. Латковић*, 463.

⁵⁶² *М. Јакшић*, 155.

⁵⁶³ *М. Јовановић*, 6.

⁵⁶⁴ *В. Јазић, Ризици у банкарском пословању*, 5.

Избијањем светске економске кризе 2007. године, у стручној јавности често су истицани ставови да управљање ризицима представља најслабију карику финансијског система. Међутим, светска економска криза не представља последицу само лоших процеса управљања ризиком, већ и подбацивање органа управљања инвестиционих друштава у предузимању одговарајућих мера и одлука према ризицима са којима су се суочавали током пословања. Стога је Базелски комитет у својим препорукама изнео два принципа корпоративног управљања ризицима, утемељена на основу општих моралних правила: 1) Чланови одбора директора треба да буду квалификовани за своје позиције. Директори треба да разумеју своју улогу у корпоративном управљању и да буду способни да дају добре и објективне процене о пословању инвестиционог друштва; 2) По наредби одбора, извршни директори треба да обезбеде да активности друштва буду конзистентне са пословном стратегијом,⁵⁶⁵ толеранцијом / апетитом за ризик и политиком који је усвојио одбор директора.⁵⁶⁶

Поменути принципи представљају камене темељце на којима се мора изградити ефикасан оквир за управљање ризицима, добра структура подстицаја и робустни аранжмани управљања. Како би се успоставила јака веза између корпоративног управљања и управљања ризицима, поједине финансијске институције, а пре свега банке, поставиле су “троструку линију одбране”. Прва линија одбране јесте пословна јединица која је одговорна за идентификовање, мерење, праћење и ублажавање ризика из свог пословања. Друга линија одбране, која обухвата управљање ризицима, комплајанс, право, финансије и информациону технологију, послује са пословним јединицама како би омогућила да прва линија ваљано идентификује, мери и извештава о својим пословним ризицима. Трећа линија одбране јесте интерна ревизија, која подразумева независно и систематично контролисање ефикасности прве две линије одбране и на тај начин доприноси унапређењу њихове ефективности.⁵⁶⁷

⁵⁶⁵ За потребе стратегијске анализе управљања капиталом брокерско-дилерског друштва и овлашћене банке потребна је подршка стратегијског управљачког рачуноводства. Стратегија се третира свесно идентификованом, проактивном и формулисаном пре одлуке и предузете акције која опредељује управљање имовином друштва. *Simmonds*, кога сматрају оцем концепта стратегијског управљачког рачуноводства, дефинише га као: “прибављање и анализа података управљачког рачуноводства о сопственом пословању и пословању својих конкурената за примену и развој пословне стратегије”. С.П. Кнежевић, “Управљање капиталом банке – алокација и мерење финансијских перформанси”, *Финансије*, бр.1-6/2011, 241-242.

⁵⁶⁶ Е. Wymeersch, 2-4, J. Caguana, “Базел III: нови притисци и старе дебате – изазови за супервизоре, менаџере ризика и ревизоре”, *Банкарство*, бр.9-10/2011, 148.

⁵⁶⁷ *Ibid.*

Полазећи од предложених Базелских стандарда, Директива о примерености капитала детаљно уређује питање управљања ризицима у инвестиционим друштвима. Органи управљања брокерско-дилерског друштва и овлашћене банке дужни су да у свом пословању поступају у складу са следећим начелима: 1) органи управљања у потпуности су одговорни за пословање друштва, стога су дужни да одобравају и надгледају спровођење стратешких циљева, стратегије ризика и интерног управљања друштвом; 2) органи управљања су дужни да обезбеде интегритет рачуноводствених и финансијских извештаја, као и финансијске и оперативне контроле и усклађеност са законом и релевантним стандардима; 3) органи управљања су у обавези да надгледају поступак објављивања информација; 4) органи управљања одговорни су за пружање делотворног надзора над извршним одбором; 5) председник надзорног одбора у друштву не сме истовремено обављати и функцију главног извршног директора у истом друштву, осим уколико то не оправда друштво и не одобри надлежно тело.⁵⁶⁸

Директива предвиђа да она инвестициона друштва која су значајна у смислу своје величине, унутрашње организације и врсте, обима и сложености својих послова, оснују одбор за ризике који чине они чланови управе који немају никакве извршне функције у том друштву. Чланови одбора за ризике морају поседовати одговарајуће знање, вештине и стручност како би у потпуности разумели и пратили стратегију ризика и склоност преузимању ризика друштва. Основни задатак одбора за ризике јесте саветовање управе друштва о тренутним и будућим склоностима преузимања ризика и о стратегији. Такође, одбор је дужан да помаже управи у надгледању спровођења те стратегије од стране извршног одбора. Одбор за ризике испитује да ли се узима у обзир пословни модел и стратегија ризика приликом пружања услуга клијентима, имајући у виду вредност посла, обавезе и имовине које се нуде клијентима. Уколико цене не одражавају ризике на одговарајући начин у складу са пословним моделом и стратегијом ризика, одбор за ризике је дужан да усвоји план за побољшање.⁵⁶⁹

Осим подбацивања чланова управе инвестиционих друштава у управљању ризицима, светска економска криза указала је на још један значајан проблем, политику исплата накнада управитељима ризика. Управо политика исплате високих накнада члановима управе инвестиционих друштава уз прекомерно преузимање ризика довела је до нарушавања ваљаног управљања ризицима. Стога су чланови Г20 и Одбора за

⁵⁶⁸ Директива о адекватности капитала 2013/36/EУ, чл. 88, ст. 1.

⁵⁶⁹ *Ibid.*, чл. 76, ст. 3.

финансијску стабилност усвојили начела за добру праксу исплате накнада, како би умањили штетан учинак лоше осмишљених структура примања. Усвајајућу наведене међународне стандарде и начела, Директива о примерености капитала обавезује инвестициона друштва да успоставе и спроводе политике и праксе примања, које су у складу са пажљивим управљањем ризицима за категорије запослених чије професионалне активности имају значајан учинак на профил ризичности инвестиционих друштава. Пожељно би било да политика примања буде усклађена са склоношћу преузимању ризика, вредностима и дугорочним интересима инвестиционог друштва. Да би се избегло прекомерно преузимање ризика, неопходно је одредити однос фиксне и варијабилне компоненте укупних примања. Примерено је обезбедити да одређену улогу у томе имају акционари, власници и чланови управе инвестиционог друштва.⁵⁷⁰

У домаћем праву, управљање ризицима је врло скромно регулисано. Закон о тржишту капитала обавезује брокерско-дилерско друштво и овлашћену банку да успоставе стабилан систем управљања, који подразумева јасну организациону структуру са дефинисаним, транспарентним и усаглашеним описима дужности, ефикасним мерама за идентификовање, управљање, праћење и извештавање о ризицима и великој изложености или потенцијалној изложености, као и одговарајуће механизме унутрашње контроле, укључујући и одговарајуће административне и рачуноводствене процедуре.⁵⁷¹

Инвестициона друштва приликом управљања ризицима користе квалитативне и квантитативне методе. Методе квалитативног управљања ризицима инвестициона друштва користе да би пратили понашања из прошлости која им омогућавају процену будућег утицаја потенцијалних ризика на пословање. Квантитативне методе управљања ризицима користе се у ситуацијама када се детерминанте ризика могу мерити. Сврха квантитативних ризика је упаривање ризика у пословању друштва у складу са висином његовог капитала. С обзиром да се квантитативни методи ослањају на корелације и варијансе засноване на статистичким серијама из прошлости, они не могу у потпуности заменити квалитативне методе.⁵⁷²

⁵⁷⁰ *Ibid.*, чл. 1, тач. 62-65.

⁵⁷¹ ЗТК, чл. 187, ст. 7.

⁵⁷² Т. Јованић, 217-218.

У наставку рада биће засебно приказани методи управљања кредитним, тржишним и оперативним ризицима, као најзаступљенијим ризицима у свакодневном пословању инвестиционих друштава.

9.2 Управљање кредитним ризиком

Значај управљања кредитним ризиком произилази из могуће опасности да велики број корисника кредита не буде у могућности да редовно извршава преузете обавезе, и на тај начин може проузроковати стечај брокерско-дилерског друштва, односно банке. Стога је управа друштва обавезна да прати деловање свих чинилаца који могу утицати на кредитни портфолио друштва, како би на време реаговали и предузели потребне мере.

Брокерско-дилерска друштва и банке дужна су да у поступку управљања ризицима обезбеде следеће: 1) да се кредити одобравају на основу јасно дефинисаних критеријума, као и да је процес одобравања, измена, обнављања и рефинансирања кредита јасно одређен; 2) да друштва имају интерне методологије које им омогућују процену кредитног ризика изложености према појединим клијентима (дужницима), вредносницама или секјуритизацијским позицијама, као и кредитног ризика на нивоу портфеља. Интерне методологије не смеју се ослањати искључиво на екстерне кредитне рејтинге, већ морају узимати у обзир и друге релевантне податке при процени ризика; 3) континуирано управљање и праћење различитих портфеља осетљивих на кредитни ризик и изложености друштва, укључујући препознавање и управљање проблематичним кредитима, као и одређивање одговарајућих исправки вредности и резервисања; 4) да је распршивање кредитних портфеља усклађено са одређеним тржиштима и са општом кредитном политиком друштва.⁵⁷³

Пре него што се приступи управљању ризицима, неопходно је спровести мерење кредитног ризика. Постоје бројни параметри и информације који се користе код мерења кредитног ризика: цене акција, тржишне цене дугова (кредитне распрострањености), макроекономске варијабле, подаци из биланса дужника.

⁵⁷³ Директива о адекватности капитала 2013/36/ЕУ, чл. 79.

Квалитативни метод мерења кредитног ризика заснован је на систему интерног рејтинга који има најширу примену у банкама, док се квантитативни метод користи за мерење кредитног ризика на нивоу појединих финансијских инструмената и укупног портфолија.⁵⁷⁴ Постоји неколико система који се користе за квантификавање кредитног ризика, међу којима су најзаступљенији *Credit Manager* (који се заснива на методологији кредитних матрица које је развила Risk – Metrics Group и JP Morgan), *Portfolio Manager* кога је развио KMV, *CreditRisc+* кога је развио Credit Swiss Financial Product и *Credit Portfolio View* (који се заснива на оцени портфеља, који је издао McKinsey).⁵⁷⁵

Саставни део процеса управљања ризицима јесу стратегије, планови, политике и циљеви управљања кредитним ризиком. Инвестиционо друштво је у обавези да стратегију за управљање ризицима повремено разматра и уколико је потребно да мења, а посебно у случају знатних измена пословне политике и стратегије друштва, односно промена у макроекономском окружењу у којем послује. Одбор директора је дужан да: усвоји стратегије за управљање кредитним ризиком, и најбитније политике у односу на изложеност кредитном ризику; одреди границе изложености инвестиционог друштва кредитном ризику; примењује и поштује усвојене планове, процесе и процедуре у управљању кредитним ризиком; обезбеди ваљану организациону структуру и системе потребне за управљање кредитним ризиком.⁵⁷⁶

Брокерско-дилерска друштва, односно банке су у обавези да успоставе такву организациону структуру којом ће активности управљања ризицима (*middle office*) и активности подршке (*back office*) функционално и организационо одвојити од преузимања ризика (*front office*), са прецизно утврђеном поделом послова и обавеза запослених којом се спречава конфликт интереса. Такође, друштво је обавезно да сходно обиму, врсти и сложености послова које обавља, у систем управљања ризицима ангажује потребан број запослених са одговарајућом стручном спремом и искуством и да увек омогућава континуитет у спровођењу стратегије и политике управљања ризицима.⁵⁷⁷

⁵⁷⁴ Ђ. Ђукић, 51-52.

⁵⁷⁵ K. Carling *et al.*, “Capital Charges under Basel II: Corporate Credit Risk Modelling and the Macro Economy”, *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, No.142/September 2002, 4.

⁵⁷⁶ В. Матић, “Кредитни ризик”, 77.

⁵⁷⁷ Одлука о управљању ризицима банке, чл. 9-11.

Да би реализовали независну функцију управљања кредитним ризиком, неопходно је да инвестиционо друштво оснује самостални Одбор за управљање кредитним ризиком, чији би састав чинили руководиоци одељења за управљање кредитним ризиком, одељења за кредитну анализу и оцену бонитета и одељења средстава. Делокруг послова овог одбора био би примена стратегија и политика за управљање кредитним ризиком, одобреним од стране одбора директора, праћење изложености кредитном ризику, поштовање лимита одобрених од стране одбора директора, као и предлагање унапређења процеса и процедура управљања кредитним ризиком.⁵⁷⁸

Управљање кредитним ризиком обухвата неколико фаза које започињу његовом идентификацијом, затим следи мерење и праћење изложености и рачунање потребног капитала, као и контролна функција. Базелским споразумима и директивама ЕУ предвиђено је неколико приступа мерењу изложености кредитном ризику и калкулисању потребног капитала. Заправо, Базелски стандарди предвиђају два начина регулисања управљања кредитним ризицима. Први начин обухвата стандардизован приступ и приступ заснован на интерним рејтинзима, можемо назвати “регулаторни или законски”, с обзиром да су поменути приступи детаљно регулисани директивама ЕУ. Инвестициона друштва која користе ове приступе, дужна су да своје пословање уреде сходно наведеним правилима. Други начин односи се на напредни приступ заснован на интерним рејтинзима. Овим приступом омогућава се инвестиционим друштвима да самостално развијају методологије за израчунавање и управљање кредитним ризиком.⁵⁷⁹

9.2.1 Стандардизован приступ кредитном ризику

Стандардизован приступ представља темељ Базелских споразума. Иако већина инвестиционих друштава користе приступ заснован на интерним рејтинзима, вероватно је да тренутно не постоји ни једно друштво које не користи неке од елемената стандардизованог приступа у поступку управљања и рачунања капиталом. За сваку банку и брокерско-дилерско друштво стандардизован приступ пружа

⁵⁷⁸ В. Матић, “Кредитни ризик”, 77, М. Станишић, Јб. Станојевић, 14.

⁵⁷⁹ S. Gleeson, 76.

могућност у погледу изложености која проистиче из оних области пословања у којима друштво не поседује ни ресурсе ни податке за мерење изложености.⁵⁸⁰ Стандардизован приступ који се ослања на процене спољних кредитних рејтинг агенција, углавном користе она инвестициона друштва, код којих је присуство кредитних ризика мање изражено, што је често случај код друштава чије је пословање једноставније, категорије изложености које нису значајне, или у ситуацијама где би примена интерних приступа била превелико оптерећење за друштва.⁵⁸¹

Методологија стандардизованог приступа непромењена је у односу на методологију кредитног ризика према Базелу I. Заснива се на принципу портфолио приступа. Како би се постигао што већи ниво прецизности у мерењу изложености кредитном ризику, Базелски комитет је унапредио овај концепт у односу на првобитна решења усвојена Базелским споразумом из 1988. године, усвајајући ширу категоризацију билансне активе и ванбилансних ставки, као и ширу дисперзију пондера ризика.⁵⁸²

Према стандардизованом приступу постоје дванаест категорија билансне активе и категорија ванбилансних потраживања. Категорије билансне активе чине: потраживања од држава и централних банака, потраживања од јавног сектора, потраживања од међународних развојних банака (нпр. Светска банка), потраживања од пословних банака, потраживања од брокерско-дилерских друштава, потраживања од компанија (привредног сектора), потраживања од физичких лица, потраживања обезбеђена резиденцијалним некретнинама, потраживања обезбеђена комерцијалним некретнинама, доспела потраживања, високо ризична потраживања, остала потраживања. Категорија ванбилансних потраживања обухвата гаранције и акредитиве издате од страна банака.⁵⁸³

Методологија стандардизованог приступа темељи се на следећем принципу – одговарајући пондери ризика изражени у процентима примењују се на позиције активе која је груписана у категорије, односно кредитни конверзионни фактори се примењују на позиције ванбилансне активе, која се претвара у кредитне еквиваленте, на које се затим примењују одговарајући пондери ризика. Пондери кредитног ризика се за сваку

⁵⁸⁰ *Ibid.*, 81.

⁵⁸¹ Директива о адекватности капитала 2013/36/EУ, чл. 1, тач. 70.

⁵⁸² В. Матић, “Базел II – стандардизовани приступ кредитном ризику”, *Банкарство*, бр.9-10/2009, 126.

⁵⁸³ Р. Wood, 411-412, Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 112.

појединачну позицију билансне активе и ванбилансну ставку одређују на основу класе изложености и нивоа њеног кредитног квалитета.⁵⁸⁴ Нивои пондера ризика који прате сваку поменућу категорију активе показују степеновање у погледу изложености – најнижи од 0% за потраживања држава и централних банака, до највиших од 100% за високо ризична потраживања. Осим тога, Базел II и Уредба о капиталним захтевима ЕУ 575/2013 уводи пондер ризика од 100% за сва потраживања која нису категорисана, а такође уводи пондер ризика од 150% за високо ризичну активу и предвиђа могућност увођења преференцијалних пондера ризика, али не мања од 20%.⁵⁸⁵ Инвестициона друштва додељују пондер ризика 150% изложеностима, укључујући изложености у виду акција или удела. Високоризичним изложеностима инвестиционог друштва сматрају се следеће изложености: 1) улагања у друштва ризичног капитала (нпр. улагања у високопрофитабилне пројекте с високим ризиком); 2) улагања у инвестиционе фондове високоризичног профила; 3) улагања у друштва која се не котирају на берзи; 4) шпекулативно финансирање некретнинама. Приликом процењивања да ли је изложеност високоризична, инвестициона друштва узимају у обзир постојање високог ризика од губитка као последица настанка статуса неиспуњавања обавезе дужника.⁵⁸⁶

Још једна новина везана за стандардизован приступ коју предвиђа Базел II и директиве ЕУ јесте препорука инвестиционим друштвима да овај приступ моделирају уз подршку и у складу са методологијом изабране Екстерне кредитне рејтинг агенције (*External Credit Assessment Institutions – ECAIs*).⁵⁸⁷ Базел II је предвидео неколико услова које екстерна кредитна рејтинг агенција мора испунити: 1) Објективност – методологија кредитне процене мора бити систематична, ригорозна, заснована на историјском искуству и подложна променама на финансијским тржиштима. Пре него што буде прихваћена од стране надзорника, мора бити установљена најмање годину дана, а пожељно је и три. 2) Независност – агенције морају бити независне у раду, не смеју бити подложне економским и политичким утицајима. Поступак процене мора бити у што већој мери слободан и не сме постојати сукоб интереса између одбора директора и клијената. 3) Међународни приступ / Транспарентност – резултати

⁵⁸⁴ Одлука о адекватности капитала банке, чл. 32.

⁵⁸⁵ В. Матић, “Базел II – стандардизован приступ кредитном ризику”, 126-128.

⁵⁸⁶ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 128.

⁵⁸⁷ У Великој Британији Уредбом о капиталним захтевима из 2006. године прописан је механизам, којим се овлашћује Управа за финансијске услуге да одреди екстерне рејтинг агенције. У то време биле су признате само Standard and Poor’s, Moody’s, Fitch-IBCA. S. Gleeson, 82.

процена које обављају екстерне рејтинг агенције морају бити доступне домаћим и међународним институцијама под истим условима. 4) Јавност у раду – рејтинг агенције морају да објављују информације, методологија мора бити јавна. 5) Ресурси – агенције треба да имају довољно средстава како би омогућили висок квалитет кредитних процена. 6) Кредибилитет – поверење које ужива на тржишту (код улагача и других учесника на тржишту) подразумева остварење претходно наведених принципа.⁵⁸⁸

Када је у питању примена стандардизованог приступа, емпиријска истраживања су показала да се много већи број инвестиционих друштава определио за употребу овог приступа код укључивања кредитног ризика у обрачун потребног нивоа капитала, него што се првобитно претпостављало, на основу првих реакција испитаника. Према истраживању које је спроведено током 2003. године и којим су обухваћена 294 инвестициона друштва из 38 земаља широм света, 35% од укупног броја определило се за стандардизован приступ, док је у Европи тај проценат 30%. Међу разлозима прихватања стандардизованог приступа истиче се да су инвестициона друштва утврдила да је потребан велики напор како би применили приступе засноване на интерним рејтинзима, али и због неизвесности у погледу понашања регулаторних органа везано за третман олакшица код утврђивања потребног капитала.⁵⁸⁹

У домаћем праву употреба стандардизованог приступа при управљању кредитним ризиком у инвестиционим друштвима је ограниченог домашаја, имајући у виду да се поменута правила односе само на банку. Како је овлашћена банка само организациони део банке, на њу се примењују правила о стандардизованом приступу, предвиђена Одлуком о адекватности капитала банке, која је сачињена по узору на модерне тенденције у европском законодавству. С друге стране, не постоје никаква законска и подзаконска правила којима се уређује ово питање у пословању брокерско-дилерских друштава, чиме се ствара правна празнина у домаћем праву. У циљу очувања интегритета домаћег тржишта капитала, потребно је предложити прихватање поменутих решења и за брокерско-дилерска друштва, како би били конкурентни овлашћеним банкама, али и иностраним трговцима вредносница.

⁵⁸⁸ Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Bank for International Settlements, June 2004, 23, Одлука о адекватности капитала банке, чл. 126-130.

⁵⁸⁹ Процењено је да ће у Европи стандардизован приступ прихватити оне финансијске институције, а пре свега банке чије се акције не котирају на берзама, као и већина банака која послује по принципу узајамности. P. Van Roy, "Credit Ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II", *ECB Working Paper Series*, No.517, August 2005, 10.

9.2.2 Приступ заснован на интерним рејтинзима – IRB приступ

Процес управљања системом интерних рејтинга допушта управи инвестиционих друштава да управљају ризицима у циљу оптимизирања прихода. Интерни рејтинзи јесу индикатори ризика својствени појединачном кредиту. Рејтинзи садрже процену ризика губитака услед неиспуњења обавезе друге стране и заснивају се на разматрањима одговарајућих квалитативних и квантитативних информација.⁵⁹⁰

Инвестициона друштва која су значајна у погледу њихове величине, унутрашње организације и врсте, обима и сложености послова, дужна су да развију сопствене процене кредитног ризика и тиме повећају коришћење приступа заснованог на интерним рејтинзима за израчунавање капиталних захтева за кредитни ризик. Дужност надлежних надзорних тела је да надгледају да се инвестициона друштва приликом процењивања кредитне способности својих клијената или вредносних папира не ослањају превише на екстерне кредитне рејтинге.⁵⁹¹

Трговци вредносницама који примењују IRB приступ, дужни су да образложе критеријуме за распоређивање дужника или производа у поједине категорије и да их примењују на начин који ваљано одражава ниво ризика. Рејтинг категорија мора имати рејтинг скалу за дужнике која одражава искључиво квантификацију ризика настанка статуса неиспуњавања обавезе дужника. Трговци вредносницама су обавезни да приликом распоређивања у рејтинг категорије узму у обзир следеће факторе ризика: 1) ризичне карактеристике дужника; 2) ризичне карактеристике производа, укључујући и средства обезбеђења. Трговци су дужни да посебно обратe пажњу на ситуације у којима је више изложености осигурано истим средством обезбеђења; 3) неуредност у плаћању, осим уколико трговац не докаже надлежном телу да доспело ненаплаћено потраживање није значајан фактор ризика за ту изложеност.⁵⁹²

Приступи засновани на интерним рејтинзима заснивају се на статистичким моделима и подразумевају следеће: постојање прецизних и свеобухватних база о губицима по основу изложености кредитном ризику, старих најмање пет година; високе стандарде извештавања, који су предмет сталне ревизије и усавршавања;

⁵⁹⁰ В. Мишић, “Интерни модели управљања кредитним ризиком”, *Банкарство*, бр.4/2012, 12.

⁵⁹¹ Директива о адекватности капитала 2013/36/ЕУ, чл. 77.

⁵⁹² Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 169-170.

изабрани висок ниво сигурности наспрам изложености при рачунању потребног капитала од 99,9%; употреба резултата сценарио анализа и података о губицима на основу кредитног ризика из екстерних база.⁵⁹³

Приступ заснован на интерном рејтингу према Базелском споразуму II и директивама ЕУ чине четири основне компоненте кредитног ризика: вероватноћа неизвршења обавеза дужника; величина могућег губитка; изложеност према дужнику у тренутку неизвршења дужникових обавеза и рочност кредитне изложености. IRB приступ заснива се на мерењу неочекиваних губитака (*unexpected losses* - *UL*) и очекиваних губитака (*expected losses* - *EL*).⁵⁹⁴ Уколико инвестиционо друштво не може унапред предвидети колике ће губитке претрпети у датом периоду, може прогнозировать просечан ниво кредитних губитака. Очекивани губици су сви они унутар просечног нивоа разумно предвидивих кредитних губитака, док неочекивани губици представљају губитке изнад просечног нивоа разумно предвидивих кредитних губитака. Неочекивани губици се односе на потенцијално велике губитке који се ретко јављају.⁵⁹⁵

$$EL = PD * LGD * EAD^{596}$$

PD (*probability of default*) – вероватноћа неизвршења обавеза дужника односи се на све дужнике који су разврстани у неколико категорија, а сваки дужник има само један рејтинг вероватноће неизвршења кредитних обавеза ако су у питању привредна друштва. Ризик дифолта произилази из анализирања капацитета дужника да исплати дуг сагласно условима уговора. Вероватноћа дифолта је повезана са финансијским карактеристикама као што је: опадање прихода, опадање ликвидности, висок левериџ, неадекватан *cash flow* ради извршења дуга, неспособност успешног усвајања пословног плана.⁵⁹⁷

⁵⁹³ В. Матић, “Базел II – IRB приступ кредитном ризику”, *Банкарство*, бр.11-12/2009, 136.

⁵⁹⁴ Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Bank for International Settlements, June 2004, 48.

⁵⁹⁵ I. Molostova, “Introduction to the internal ratings based approach under Basel II”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.23, No.1/2008, 19.

⁵⁹⁶ Навешћемо једноставан математички пример ради лакшег разумевања формуле. Примера ради, инвестиционо друштво „Партнер“ намерава да израчуна висину очекиваних губитака према клијенту „Рекорд“. Претпоставимо да је вероватноћа неизвршења обавезе (PD) клијента према друштву 10%, док је стопа могућег губитка (LGD) при неизвршењу обавезе 30%. Величина изложености (EAD) према клијенту је 10.000 евра. У датом случају износ очекиваних губитака износи 300 евра ($EL = PD * LGD * EAD = 0,1 * 0,3 * 10.000 = 300$).

⁵⁹⁷ В. Мишић, 20.

Сматра се да је статус неизвршења обавезе дужника настао када је испуњен један од следећих услова: 1) инвестиционо друштво сматра вероватним да дужник неће у потпуности измирити своје обавезе према друштву, његовом матичном друштву или друштву кћери не узимајући у обзир могућност наплате из средстава обезбеђења; 2) дужник више од 90 дана није испунио своју доспелу обавезу по било којој значајној кредитној обавези према друштву. Надлежна тела могу продужити рок са 90 на 180 дана за изложености које су осигуране стамбеном или пословном некретнином.⁵⁹⁸

LGD (*loss given default*) – величина могућег губитка јесте стопа губитка у односу на кредитну изложеност која се не односи на дужника већ на врсту трансакције. Висину могућег губитка смањује обезбеђење, као и правни режим потраживања у погледу редоследа наплате (приоритетно или субординирано).⁵⁹⁹ LGD је нарочито битан с обзиром да су захтеви минималног регулаторног капитала високо осетљиви на губитке у случају неплаћања. Чиниоци који играју главну улогу код сваке процене LGD-а и употребљеног модела су: капитална структура, присуство и квалитет средстава обезбеђења, индустријски сектор и време пословних циклуса. Пре сваког LGD поступка потребно је дефинисати ризик.⁶⁰⁰ При процењивању LGD могу се користити четири приступа: *workout* LGD, тржишни LGD, прећутни тржишни LGD и прећутни историјски LGD.⁶⁰¹ Када је у питању основни IRB приступ, Базелски комитет је претходно утврдио ниво LGD. Тако се потраживањима од државе, компанија и банака која имају приоритет, приписује вредност LGD од 45%, док се субординираним потраживањима приписује вредност LGD од 75%. Поједине врсте инструмената обезбеђења (финансијски, некретнине за становање) могу се употребљавати за смањење нивоа LGD.⁶⁰²

EAD (*exposure at default*) – величина изложености при неизвршењу дужничких обавеза је трећа компонента ризика, која је у основном IRB приступу за билансне позиције иста номиналној вредности неизмирене обавезе, док се на ванбилансне позиције изложеност рачуна као износ по коме стоји обавеза, али који није искоришћен

⁵⁹⁸ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 178. Видети: Одлука о адекватности капитала банке, чл. 175.

⁵⁹⁹ Т. Јованић, 219.

⁶⁰⁰ В. Мишић, 22-24. М. Carey, "Dimensions of Credit Risk and Their Relationship to Economic Capital Requirements", *Prudential Supervision, What Works and What Doesn't* (ed. F.S. Mishkin), The University of Chicago Press, Chicago – London 2001, 197-232.

⁶⁰¹ S. Gleeson, 130.

⁶⁰² C. Proctor, 128.

и који је помножен са кредитним конверзионим фактором.⁶⁰³ Ове вредности не узимају у обзир гаранције, средства обезбеђења или хартије од вредности. Фактори кредитне конверзије (*Credit Conversion Factors – CCF*) морају бити процењени за ванбилансне трансакције и кредитна одобрења. Они описују проценат стопе неповученог дела кредитне линије (*Undrawn Credit Lines – ULC*) које нису исплаћене, али које морају бити искоришћене од стране дужника док се губитак не догоди. Према томе за неповучени износ EAD се дефинише као: $EAD = CCF * ULC$.⁶⁰⁴ Инвестиционим друштвима која испуне услове за напредне IRB приступе биће омогућено да сами процењују ову компоненту ризика.

М (*maturity*) – рочност кредитне изложености је фактор кредитног ризика који повећава кредитни ризик што је дужа рочност кредита. Ова компонента отвара многобројне дилеме у погледу спремности банака и брокерско-дилерских друштава да је процењују. За основни IRB приступ предложено је решење према којем је просечна ефективна рочност за све изложености 2,5 године, сем за репо трансакције за које рочност износи 6 месеци. Од инвестиционих друштава која користе напредне IRB приступе захтева се да мере ефективну рочност за сваки кредит.⁶⁰⁵

У IRB приступу важну улогу имају пондери ризика који су посебно дати за одређене категорије дужника и врсте трансакција. Када се изложеност сваке трансакције помножи пондером ризика за дату трансакцију добија се актива пондерисана ризиком (*risk-weighted assets – RWA*), која представља основу за рачунање укупне активе пондерисане ризиком (*total risk-weighted assets*).⁶⁰⁶ Укупна ризиком пондерисана актива када је у питању изложеност према државама, банкама и привредном сектору, рачуна се према следећој формули:

$$RWA = K * 12,50 * EAD^{607}$$

RWA – укупна актива пондерисана ризиком;

⁶⁰³ В. Матић, “Базел II – IRB приступ кредитном ризику”, 140.

⁶⁰⁴ В. Мишић, 28.

⁶⁰⁵ В. Матић, “Базел II – IRB приступ кредитном ризику”, 140. Видети: Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 162, Одлука о адекватности капитала банке, чл. 225-226.

⁶⁰⁶ Т. Јованић, 220.

⁶⁰⁷ На следећем примеру објаснићемо наведену формулу. Претпоставимо да потребан капитал инвестиционог друштва „Бета“ износи 5.000 евра, док је величина изложености при неизвршењу обавеза 2.000 евра. Укупна актива пондерисана ризиком износи 125.000.000 евра ($RWA = K * 12,50 * EAD = 5.000 * 12,50 * 2.000 = 125.000.000$).

K – потребан капитал израчунат помоћу сложене функције капиталног захтева који укључује процену PD, LGD и M;

EAD – величина изложености при неизвршењу дужничких обавеза.

Примена основног IRB приступа највише одговара финансијским институцијама код којих преовладавају дужници са високим рејтингом – од AAA до A, с обзиром да у тим случајевима коефицијент потребног капитала износи само 1,16%.⁶⁰⁸ Али, уколико институција има знатан број дужника са сумњивим рејтинзима, прогресивно се повећава коефицијент минимално захтеваног капитала. Од 12,35% у случају рејтинга BB, повећава се на 30,96% у случају рејтинга B, до чак 47,04% у случају рејтинга CCC.⁶⁰⁹

Инвестициона друштва су обавезна да спроводе сопствене процене интерних рејтинга. Пре свега, поступак интерне провере треба да омогући друштву доследну процену учинковитости приступа заснованог на интерним рејтинзима и процене ризика. Инвестициона друштва су дужна да редовно упоређују остварене стопе статуса неизвршења обавезе дужника са процењеним PD-ом за сваку рејтинг категорију, а у ситуацијама када су остварене стопе изван очекиваних граница за ту рејтинг категорију, друштва су обавезна да анализирају разлоге тог одступања. Исти је

⁶⁰⁸ Кредитни рејтинг клијента инвестиционог друштва може бити разврстан у неколико разреда, углавном од AAA до D. Рејтинг куће *Standard & Poor's* и *Fitch* рангирају дужнике на следеће разреде: AAA – указује на највиши квалитет дужника, тј. на изузетно јак капацитет дужника да изврши своју обавезу; AA – веома висока способност извршења обавезе дужника; A – висока способност извршења обавезе; BBB – одговарајућа способност извршења обавезе дужника; BB – способност извршења обавезе дужника подложна је негативним променама. Обавеза са овим рејтингом је мање осетљива у погледу неплаћања него друге шпекулативне емисије. Такође је суочена са текућим неизвесностима. B – способност плаћања недовољно заштићена од негативних промена. Неповољни финансијски, економски или комерцијални услови утичу на смањење капацитета дужника; CCC – обавеза са овим рејтингом је осетљива у погледу неплаћања и зависна је од повољних финансијских, економских и комерцијалних услова за дужника; CC – обавеза са овим рејтингом је осетљива у погледу неплаћања; C – постоји велика могућност неиспуњења обавезе дужника, остављена могућност отварања стечаја над дужником; D – указује када се догодило неизвршење обавезе дужника. Рејтинзи од AA до CCC могу бити модификовани додавањем знака плус или минус, како би указали на релативну позицију унутар главних категорија рејтинга. Рејтинг кућа *Moody's* користи следеће разреде: Aaa – највиши квалитет; Aa1, Aa2 и Aa3 – веома висока способност плаћања; A1, A2 и A3 – висока способност плаћања; Ba1, Ba2 и Ba3 – одговарајућа способност плаћања; Baa1, Baa2 и Baa3 – способност плаћања подложна негативним променама; B1, B2 и B3 – способност плаћања недовољно заштићена од негативних промена; Caa1, Caa2 и Caa3 – постоји могућност неиспуњења обавезе, наплата зависи од позитивних околности; Ca и C – обавезе се не испуњавају. М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 108, Ђ. Ђукић, 263-266.

⁶⁰⁹ Ђ. Ђукић, 223. На основу истраживања које је обухватило банке које су чланице Јапанског удружења банака, установљено је да након само две године од почетка примене IRB приступа, банке су у просеку сачувале 7% регулаторног капитала. Више о томе: К. Shimizu, The impact of IRB approach on the credit risk exposure under Basel II, Nagoya University, June 2012, 23, <http://www.ssrn.com/abstract=2121225>, 22.02.2014.

поступак и код процене LGD. Друштва морају образложити методе и податке које користе у поступцима упоређивања, али и да их ажурирају најмање једном годишње.⁶¹⁰

Поред основног постоји и напредни или развијени IRB приступ (*advanced IRB*). Сасвим разумљиво је да ће услед строжих захтева и процедура квалификовања, само мали број инвестиционих друштава усвојити овај приступ. Када се једном усвоји финансијска организација за напредни IRB приступ и то за један елемент ризика, потребно је усвојити сопствену процену свих других фактора ризика у краћем периоду, и то за све значајније пословне јединице и класе изложености. У току прве две године по усвајању напредног IRB приступа, инвестиционо друштво мора паралелно рачунати и основни и напредни приступ. Током те две године имплементације укупна корист од напредног IRB приступа лимитирана је на 90% капиталних захтева који произилазе из основног IRB приступа.⁶¹¹ Национална надзорна тела одобриће инвестиционим друштвима да примењују напредни IRB приступ уколико испуне прописане захтеве. То значи да ће друштва процењивати све четири компоненте кредитног ризика (PD, LGD, EAD, M) применом властите методологије. Тиме је великим инвестиционим друштвима и систематски важним банкама омогућено дискреционо право у процени ризика.⁶¹² За очекивати је да ће овај приступ користити само они трговци хартијама од вредности који буду имали најразвијеније софтверске пакете, али и стручне и обучене кадрове који ће их користити.

Приликом примене напредног IRB приступа морају бити испуњени следећи услови: инвестиционо друштво мора обезбедити доказ да поседује робустни систем вредновања LGD; LGD мора пружити убедљиву диференцијацију стопе губитака; LGD и EAD морају бити веродостојно поткрепљени са подацима из последњих седам година и уколико је могуће засновани на потпуном пословном циклусу; анализа реализованих наспрам пројектованих LGD мора се изводити најмање два пута годишње; независна јединица мора најмање једном у шест месеци обављати стрес тест процес због евалуације процена PD, LGD, EAD; сви материјални аспекти рејтинга PD, LGD, EAD

⁶¹⁰ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 185. Видети: Одлука о адекватности капитала банке, чл. 206-208.

⁶¹¹ В. Јазић, “Управљање кредитним ризиком”, 134.

⁶¹² I. Barakova, A. Palvia, Do Banks’ Internal Basel Risk Estimates Reflect Risk?, February 2014, 2, <http://www.ssrn.com/abstract=2203104>, 19.03.2014.

морају бити одобрени од стране одбора директора; интерни рејтинзи требало би бити инкорпорисани у процесе интерног управљачког извештавања.⁶¹³

По правилу надлежна тела не би смела правити разлику између наведена три приступа (стандардизовани, IRB и напредни IRB) у поступку спровођења надзора над њиховом применом. То значи да инвестициона друштва која послују у складу са одредбама стандардизованог приступа не треба само због тога строже надгледати.⁶¹⁴

Приступ заснован на интерним рејтинзима односи се само на овлашћене банке, а не и на брокерско-дилерска друштва, с обзиром да ово питање није регулисано домаћим прописима. Тиме су домаћа брокерско-дилерска друштва у неравноправном положају наспрам банака, будући да неваљано регулисање њиховог пословања отвара могућности за многобројне злоупотребе на тржишту капитала, чиме се доводи у питање кредибилитет домаћег тржишта и води правној несигурности.

Правила којима се уређују интерни рејтинг системи банака заснивају се на Базелским споразумима и директивама ЕУ. На тај начин су модерна упоредноправна решења усвојена у домаћем законодавству. Стога би требало размишљати у правцу прихватања поменутих решења и за брокерско-дилерска друштва, јер тиме би постали конкурентнији не само банкама, већ и иностраним трговцима хартијама од вредности.

Да би банка започела примену приступа заснованог на интерним рејтинзима, мора да добије сагласност Народне банке Србије. Да би добила сагласност, банка мора доказати да испуњава минималне услове за примену IRB приступа, а посебно: 1) основне информације о интерном рејтинг систему; 2) план увођења IRB приступа; 3) процену спремности за примену IRB приступа; 4) документацију којом доказује да је, у процесу управљања ризицима, и то за класе за које подноси захтев, најмање три године пре подношења захтева примењивала интерне рејтинг системе и сопствене процене ризичних параметара усклађене са минималним условима за примену IRB приступа. Народна банка Србије даје сагласност за примену IRB приступа банци у року од шест месеци од пријема захтева. Уколико након добијене сагласности за IRB приступ, банка

⁶¹³ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 129.

⁶¹⁴ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 1, тач. 48.

више не испуњава услове, Народна банка јој може одузети сагласност и наложити јој да примењује стандардизован приступ.⁶¹⁵

9.2.3 Методе за мерење и управљање кредитним ризиком

Постоје бројне методе за мерење и управљање кредитним ризиком, које се обично групишу на статичке и динамичке. И док статички модел мерења ризика испитује појаве у моменту њиховог уочавања и резултате изражава искључиво квантитативно, динамички модел мери изложеност ризику у будућим временским интервалима. Међу значајнијим методама за мерење и управљање ризиком треба споменути: методу осетљивости, методу варијабилности (*Volatility*), анализу премошћивања, сценарио анализу, анализу трајања, методу вредност под ризиком (*Value-at-Risk*), стрес тест анализу.⁶¹⁶

Анализа премошћивања јаза (геп анализа), као метода управљања кредитним ризиком, нарочито се користи у банкама код заштите од изложености каматном ризику. Употреба речи премошћивање у овом контексту указује на разлику између активе осетљиве на каматну стопу и пасиве осетљиве на каматну стопу, према унапред дефинисаном интервалу рочности ставки активе и пасиве. Премошћивање може имати позитивну вредност или негативну вредност, а само у идеалним ситуацијама, коефицијент премошћивања може имати вредност 1, ако је осетљивост активе и осетљивост пасиве хармонизована.⁶¹⁷

$$\text{Коефицијент премошћивања} = \frac{\text{Активa осетљивa на каматну стопу}}{\text{Пасивa осетљивa на каматну стопу}}^{618}$$

⁶¹⁵ Одлука о адекватности капитала банке, чл. 140.

⁶¹⁶ Л. Барјактаровић, М. Димић, Д. Јечменица, “Стрес тест у функцији процене ризика у банкарском сектору земаља Југоисточне Европе”, *Банкарство*, бр.5/2013, 32.

⁶¹⁷ Ђ. Ђукић, 134-135.

⁶¹⁸ Следећим примером објаснићемо наведену формулу. Активу банке „Гранада“ чине: готовина у износу од 40.000 евра, краткорочни финансијски пласмани у вредности од 30.000 евра и фиксна имовина у вредности од 25.000 евра. Износ укупне активе банке је 95.000 евра. Пасиву банке чине: депозити клијената у износу од 50.000 евра, док је вредност издатих сертификата и записа 45.000 евра. Износ пасиве је 95.000 евра. У датом случају коефицијент премошћивања је 1 ($95.000 : 95.000 = 1$). Рецимо да је у међувремену вредност активе остала непромењена, док је вредност пасиве порасла на 120.000 евра. У наведеном примеру коефицијент би имао негативну вредност, с обзиром да је пасива већа од активе

У циљу очувања финансијске стабилности, веома је распрострањено тестирање отпорности на стрес, које анализира могућности појединих финансијских институција или целокупног финансијског система ради апсорбовања различитих врста ризика. Као аналитичка метода, стрес тест омогућава квантитативну процену рањивости финансијског сектора, која се обично везује за неочекиване, али стварне економске догађаје и шокове. Стрес тест представља механизам симулирања различитих сценарија негативних дешавања на тржишту и процењује способност финансијских институција да их издрже без потребне докапитализације. Избијањем светске економске кризе 2007. године, стрес тест метода добија на значају, посебно међу регулаторним органима и међународним финансијским институцијама као средство за управљање ризиком.⁶¹⁹

Базелски комитет и директиве ЕУ захтевају од инвестиционих друштава које спроводе стрес тестове да имају робусни систем процене тачности и конзистентности рејтинг система, процеса и интерне процене фактора ризика. Стрес тест мора обухватити препознавање будућих промена економских услова и потенцијалних догађаја који би могли неповољно да утичу на процене дифолта (неиспуњење обавеза дужника), али и на укупни ниво примерености капитала. Стрес тестове би ваљало обављати најмање једном у шест месеци.⁶²⁰

Како би се смањила процикличност, од инвестиционих друштава која примењују IRB приступ, захтева се да обављају стрес тестове над сопственим капиталом, како би се осигурали да имају довољно примереног капитала за “црне дане”. Сценарији по основу којих друштва обављају стрес тестове разликују се од једног до другог регулатора. Примера ради, Управа за финансијске услуге (*Financial Service Authority – FSA*) у Великој Британији очекује од инвестиционих друштава да врше стрес тестове својих капиталних захтева у ситуацијама потенцијалног настанка економске кризе таквог интензитета, каква се може догодити једном у 25 година.⁶²¹

Анализа трајања (*duration analysis*) истиче тржишну вредност ставки активе и пасиве биланса, насупрот анализи премошћавања, која наглашава њихову

(95.000 : 120.000 = 0,79). Претпоставимо обрнуту ситуацију: да је вредност активе порасла (нпр. 130.000 евра), док је вредност пасиве остала непромењена. У том случају коефицијент би имао позитивну вредност, с обзиром да је актива већа од пасиве (130.000 : 95.000 = 1,36).

⁶¹⁹ Л. Барјактаровић, М. Димић, Д. Јечменица, 30-32.

⁶²⁰ В. Јазић, “Управљање кредитним ризиком”, 135.

⁶²¹ I. Molostova, “Introduction to the internal ratings based approach under Basel II”, 22.

књиговодствену вредност. Анализа трајања омогућава да код одређене ставке активе али пасиве постоје разлике између њеног просечног века и њеног рока доспећа. Првобитно се анализа трајања у управљању ризицима користила код обвезница са купонима (који се исплаћују на крају године), с обзиром да је код ових вредносница време трајања краће од периода на крају кога се наплаћује последњи купон и врши искупљивање обвезнице.⁶²²

9.2.4 Технике ублажавања изложености кредитном ризику

Различите технике за ублажавање и пренос кредитног ризика дуго времена се употребљавају на финансијском тржишту. Нарочито се током протеклих година повећао обим и примена инструмената за смањење и пренос кредитног ризика. Међу бројним чиниоцима који су допринели убрзаном развоју техника и инструмената за ублажавање и пренос кредитног ризика спадају: повећана пажња инвестиционих друштава усмерена на процес управљања ризицима, опрезнији приступ улагача ради постизања добитне комбинације између приноса и ризика, настојања финансијских посредника да максимизирају своје приходе од накнада и провизија.⁶²³ Технике за ублажавање кредитног ризика могу се груписати на традиционалне и иновативне. У традиционалне технике за ублажавање и пренос ризика убрајају се: осигурање обвезница, гаранције, средства обезбеђења, нетинг, пренос права и обавеза, посредовање, пут опције, синдицирани кредити, кредитни лимити, диверсификација кредитног портфолија. У иновативне технике за ублажавање кредитног ризика спадају продаја кредита, секјуритизација и кредитни деривати. Ови иновативни инструменти извршили су велики утицај на целокупан финансијски сектор, с обзиром да су омогућили пренос и заштиту од кредитног ризика.

Српско право предвиђа инструменте за ублажавање кредитног ризика само за овлашћене банке, док се на брокерско-дилерска друштва поменута правила не односе, с обзиром да не постоје законска правила која уређују поменуту област. Овлашћена банка може користити више од једног инструмента кредитне заштите за смањење

⁶²² Ђ. Ђукић, 140.

⁶²³ Ј. Спасојевић, 108.

кредитног ризика по основу једне изложености, у ком случају је дужна да дату изложеност подели на такав начин да сваки њен део буде покривен једним инструментом кредитне заштите и да за сваки од тих делова посебно обрачунава износ активе пондерисане кредитним ризиком. Као технике ублажавања кредитног ризика, овлашћена банка може користити: 1) инструменте материјалне кредитне заштите (нпр. средства обезбеђења у облику финансијске имовине, споразуме о нетирању); 2) инструменте нематеријалне кредитне заштите (нпр. гаранције, друге облике јемства и контрагаранције, кредитне деривате). Осим наведених инструмената, подобним инструментима сматрају се: готовина, хартије од вредности и роба купљена, узета у зајам или примљена по основу репо или *reverse* репо трансакција и трансакција давања или узимања у зајам хартија од вредности или робе. Овлашћена банка је обавезна да својим унутрашњим актима утврди технике ублажавања кредитног ризика које користи и начине прибављања инструмената кредитне заштите, као и да омогући реализацију тих инструмената.⁶²⁴ У наставку рада приказаћемо неке од најчешће коришћених техника за ублажавање кредитног ризика.

Распршивање (диверсификација) представља једну од основних техника за ублажавање кредитног ризика. Распршивање подразумева прераспodelу ризика на већи број инвестиција у циљу смањења ризика. Идеја распршивања кредитног портфолија банке, односно брокерско-дилерског друштва може се описати једноставним правилом: “не стављај сва јаја у једну корпу”. Крајњи исход ваљано испланираног распршивања јесте избалансиран ризични профил, који није склон великим губицима приликом неизвршавања обавеза друге уговорне стране. Распршивање нужно произилази из обавеза које за инвестиционо друштво прописују регулаторни органи. Најчешће је реч о одређивању максималног износа кредита који се може одобрити једном зајмотражиоцу, у виду процента од основног капитала друштва. Базелски комитет предлаже максимум од 25% са намером да се смањи на 10% када се за то стекну услови. У САД тај проценат износи 15% од основног капитала, с тим што се може повећати до 25%, ако су у питању кредити који су одобрени на подлози залогa.⁶²⁵

У оквиру политике ублажавања кредитног ризика, инвестициона друштва су обавезна да успоставе кредитне лимите код кредитне изложености према појединим секторима привреде или према одређеним географским областима. Употреба

⁶²⁴ Одлука о адекватности капитала банке, чл. 73-74, 85.

⁶²⁵ Ђ. Ђукић, 115.

кредитних лимита подржава принципе распршивања. Инвестициона друштва која спроводе трансакције користе лимит позиције како би ограничили величину дозвољених отворених позиција у трансакцијама и висину могућег губитка. Кредитни лимити за учеснике у трансакцијама обично се одређују по основу перформанси, искуства, мерења и моделирања ризика, као и према дозвољеном нивоу ризика одређеног инвестиционог друштва. Обично се користе се дневни лимити током радног дана, као и краткорочни лимити за отворене позиције и трансакције на иностраним тржиштима.⁶²⁶

Гаранција представља писмену исправу којом се банка и брокерско-дилерско друштво обавезују према примаоцу гаранције (кориснику) да ће му за случај да му треће лице не испуни обавезу о доспелости измирити обавезу уколико буду испуњени услови наведени у гаранцији.⁶²⁷ Гаранције преузете од стране банке, односно брокерско-дилерског друштва које има бољи кредитни рејтинг од дужника смањује изложеност кредитном ризику приликом обављања трансакције. Гаранција мора испунити одређене услове, а пре свега мора бити неопозива.⁶²⁸

Средства обезбеђења (*collateral*) представљају најстарији облик заштите кредитора од потенцијалних губитака. Средства обезбеђења служе као заштита приликом закључења уговора о кредиту и представљају једну од најупотребљаванијих техника за ублажавање кредитног ризика. Инструменти обезбеђења се користе као средство заштите инвестиционог друштва од ризика, ако корисник кредита (клијент друштва) не изврши уговором преузете обавезе, односно не исплати главницу и камату. Уколико корисник кредита не изврши уговорене обавезе, инвестиционо друштво има залог у на клијентовим стварима.⁶²⁹ Друштво има право да заложену ствар коју је примио од клијента прода трећем лицу, и да на тај начин намери своје потраживање. Заједничка карактеристика свих средстава обезбеђења је извршење преузетих уговорних обавеза клијената инвестиционог друштва. Постоје персонална и стварноправна средства обезбеђења. Као персонална средства обезбеђења користе се: акцептовање менице, менични авал, документарни акредитив, кредитно писмо, јемство банке, док се као стварноправна средства обезбеђења користе: заложно право на покретним и

⁶²⁶ Ј. Спасојевић, 112.

⁶²⁷ ЗОО, чл. 1083, М. Васиљевић, Трговинско право, 405-406.

⁶²⁸ Р. Wood, 413.

⁶²⁹ Ј. Спасојевић, 110.

непокретним стварима, заложно право на хартијама од вредности, задржавање права својине.⁶³⁰

Базел II предвиђа неколико приступа средствима обезбеђења. Инвестициона друштва могу користити једноставан приступ или свеобухватан приступ. Основни приступ (*simple approach*) представља већ постојећи приступ Базела I, где је кредит пондерисан основним средствима. Наспрам Базел I приступа, основни приступ проширује категорије средстава који се могу користити као инструменти обезбеђења. Према основном приступу средства обезбеђења обухватају: готовину, новчане депозите, злато, дужничке хартије од вредности, акције, инвестиционе јединице. Свеобухватан приступ (*comprehensive approach*) проширује класе средстава који се могу користити као обезбеђење на: акције које се котирају на признатим берзама, али нису укључене на главно тржиште и регулисане инвестиционе фондове који улажу у такве хартије од вредности.⁶³¹

Нетинг (нетирање) обично подразумева стандардну клаузулу у ванберзанским дериватним уговорима. Приликом коришћења нетинга долази до компензације (пребијања) уговором еквивалентних потраживања нпр. у хартијама од вредности, роби или страном валути, уколико међусобне испоруке доспевају за плаћање истог дана. Сврха нетирања јесте смањење изложености ризику и једне и друге уговорне стране.⁶³² Нетинг је вишеструко користан за учеснике на тржишту капитала, с обзиром да уместо појединачног извршавања бројних закључених послова наступа једна обавеза испоруке вредносница која чини формирани салдо. Стога, нетирање доприноси смањењу изложености кредитном ризику, стимулише трговину вредносницама и смањује трошкове и ризик салдирања трансакција.⁶³³ Нетинг може значајно смањити кредитни ризик инвестиционих друштава, ако се ваљано користи. Инвестиционо друштво у својој евиденцији води сву потребну документацију која се односи на закључене споразуме о нетингу. Ефекте нетирања друштво укључује у процес мерења укупне изложености кредитном ризику за сваку другу уговорну страну и на тој основи управља својим кредитним ризиком друге уговорне стране.⁶³⁴

⁶³⁰ М. Васиљевић, Трговинско право, 405.

⁶³¹ S. Gleeson, 163-165.

⁶³² P. Wood, 219.

⁶³³ М. Радовић, Банкарски посао депозита хартија од вредности, 235.

⁶³⁴ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 297.

Постоје појединачни (унилатерални) и двострани (билатерални) нетинг уговори. Билатерални нетинг уговори подразумевају салдирање обавеза између два инвестициона друштва и обично се користе на девизним тржиштима. Уместо да се извршавају појединачна салдирања између уговорних страна, сва плаћања за одређени дан и валуту се пребијају и исплаћује се само нето износ. Појединачни нетинг уговори не могу потпуно да заштите учеснике на тржишту, ако плаћања треба да буду обављена у различитим валутама, услед чега обе уговорне стране морају да врше плаћања. Плаћања ће бити знатно мања него што би била без нетинга, чиме се значајно смањује изложеност ризику.⁶³⁵

Секјуритизација представља иновативну технику за ублажавање кредитног ризика и по први пут се јавља средином седамдесетих година 20. века, када су брокерско-дилерска друштва у САД-у увеле на тржиште финансијских инструмената нову врсту вредносница које се емитују на основи банкарских кредита обезбеђених хипотеком. Заправо, секјуритизација подразумева претварање хипотекарних кредита у хартије од вредности. Међутим, временом је прерасла у претварање сваког облика активе банке односно потраживања насталих по разним основама у хартије од вредности.⁶³⁶

Основна сврха секјуритизације јесте повећање ликвидности брокерско-дилерских друштава и банака и смањење ризика, што се постиже груписањем потраживања и њиховим претварањем у обвезнице.⁶³⁷ Како су инвестициона друштва у свом пословању дужна да одржавају одређени минимум капитала у односу на каматоносну активу, продајом портфеља и његовом даљом дистрибуцијом инвеститорима путем вредносница, друштва остварују могућност да продати портфељ искњиже из својих биланса и тиме створе простор да за износ искњиженог портфеља одобре нове кредитне пласмане, а да се при томе не наруше ограничења у погледу висине кредитног портфеља. Преносом портфеља обавља се истовремено и пренос ризика са инвестиционих друштава на крајње инвеститоре који преузимају ризик наплате

⁶³⁵ J. Спасојевић, 110-112, Colin R.H. Paul, "Netting: A Means of Limiting Credit Exposure", *Journal of International Banking Law*, Vol.10/1995, 93-96.

⁶³⁶ П. Кнежевић, Д. Митровић, "Секјуритизација извор финансирања и начин управљања ризиком банака", *Правни живот*, бр.13/2007, 91.

⁶³⁷ Заправо, секјуритизација је омогућила инвестиционим друштвима да продају своје портфеље "средством за посебну намену" (*special purpose vehicles*) ортаклацима или трустовима, који су по основу тога емитовали обвезнице (*bonds*) крајњим улагачима. У периоду пре избијања финансијске кризе 2007. године, већина хипотекарних кредита у САД-у претварала се у хартије од вредности путем секјуритизације. То је један од разлога преливања финансијске кризе ван граница САД-а, с обзиром да су Американци продавали своја ненаплатива потраживања од својих дужника лицима ван САД-а, чиме су делимично ублажили надолazeћу кризу. Kulms, 540-541.

кредита,⁶³⁸ при чему друштва не морају да покривају ризик портфеља из свог капитала. Стога, секјуритизација не представља само технику за ублажавање кредитног ризика, већ и ефикасну технику управљања обавезним резервама, чиме се повећава конкурентност брокерско-дилерских друштава и банака на тржишту.⁶³⁹

Базел II истиче да кредитне институције и инвестициона друштва при одређивању захтева за регулаторним капиталом морају примењивати оквир за секјуритизоване изложености које се јављају код традиционалне и синтетичке секјуритизације. Како секјуритизација може бити структурисана на више начина, третман капитала код ових изложености мора бити дефинисан на основу њене економске суштине, коју процењују надзорна тела, пре него у односу на њену легалну форму.⁶⁴⁰

Кредитни деривати представљају најновију групу инструмената за елиминисање кредитног ризика. Кредитни дериват је изведени финансијски инструмент, односно уговор којим се пружалац кредитне заштите обавезује да, у случају наступања статуса неизмирења обавезе дужника или другог уговореног кредитног догађаја, кориснику те заштите исплати један од следећих износа: 1) износ смањења вредности референтне обавезе у односу на њену иницијалну вредност (*cash settlement variable*); 2) износ целокупне вредности референтне обавезе у замену за пренос те обавезе или другог еквивалентног финансијског инструмента (*deliverably obligation*); 3) уговорени фиксни износ (*binary payout*).⁶⁴¹

Историјски посматрано, иако су кредитни деривати служили као допуна регулаторном капиталу у поступку управљања кредитним ризиком, Базелски споразум из 1988. године, није регулисао кредитне деривате из једноставног разлога, што је Базел I претходио појави кредитних деривата као модерног финансијског производа. Кредитни деривати су махом третирани као традиционални инструменти за смањење кредитног ризика попут гаранција или акредитива. Тек је Базел II регулисао кредитне деривате као групу самосталних техника за елиминисање кредитног ризика.⁶⁴²

⁶³⁸ З. Јовић, “Утицај допунских банкарских послова на управљање ризицима банака”, *Финансије, банкарство и осигурање*, Vol.7, No.1/2010, 44.

⁶³⁹ П. Кнежевић, Д. Митровић, 92-93.

⁶⁴⁰ В. Матић, “Базел II – секјуритизоване изложености”, *Банкарство*, бр.7-8/2010, 140.

⁶⁴¹ Одлука о адекватности капитала банке, чл. 2, тач. 19.

⁶⁴² I. Molostova, “Credit derivatives as credit risk mitigation under Basel II”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.22, No.8/2007, 465.

Кредитни деривати уведени су на финансијско тржиште 1993. године, како би се отклонила неадекватност традиционалних техника и инструмената за ублажавање кредитног ризика и како би се заштитила инвестициона друштва од потенцијалних губитака који могу настати услед неизвршења обавеза. Њихов настанак иницирале су финансијске институције, а превасходно банке, у циљу проналажења инструмената за заштиту и распршивање кредитног ризика, сличном онима који се већ примењују код каматних и валутних ризика. Кредитни деривати омогућили су раздвајање кредитног ризика од тржишног и оперативног ризика, као и пренос кредитног ризика на друге учеснике на тржишту. Кредитни деривати омогућавају инвестиционим друштвима и другим финансијским посредницима, а пре свега банкама, пренос нежељеног ризика, од учесника који су превише изложени кредитном ризику, ка оним учесницима који су спремни да преузму тај ризик. Тиме се остварује ефикаснија прерасподела кредитног ризика међу учесницима на тржишту. Осим поменутих предности, кредитни деривати повећавају ликвидност тржишта на којима се тргује дужничким хартијама од вредности, повећавају транспарентност кредитног тржишта, утичу на смањење трансакционих трошкова.⁶⁴³

Кредитним дериватима најчешће се тргује на ванберзанском тржишту. Банке су најзначајнији играчи на тржишту кредитних деривата, а пре свега највећи нето купци заштите, док су компаније за реосигурање највећи нето продавци заштите. Међу многобројним кредитним дериватима најраспрострањенији су свопови (*swap*), јер су најједноставнији. Свопови се третирају као осигурање од случаја неизвршења обавеза од стране дужника.⁶⁴⁴ Осим свопова, друга велика група деривата који се користе за смањење кредитног ризика јесу опције (*options*). Опције се најчешће примењују на акције, обвезнице, стране валуте, индексе акција, берзанске производе и фјучерс уговоре. Опције су погодне за заузимање позиција, за заштиту већ постојећих ризика, а све то уз велику флексибилност. Карактеристично за опције је да имају правну моћ да се берзанске трансакције изврше, али без обавезе да се опције морају извршити.⁶⁴⁵

⁶⁴³ Ј. Спасојевић, 116-130.

⁶⁴⁴ Ђ. Ђукић, 121.

⁶⁴⁵ К. Будимчевић, Ј. Родић, "Стратегија управљања опцијама као финансијским дериватима", *Финансије*, бр.1-6/2011, 106.

9.3 Управљање тржишним ризиком

Управљање тржишним ризицима је део оквира за управљање укупним ризичним профилем брокерско-дилерског друштва, односно банке, тј. планови, стратегије, политике и циљеви управљања тржишним ризицима чине саставни део стратегије и политике управљања ризицима на нивоу брокерско-дилерског друштва, односно банке. Спровођење ефикасне контроле над изложеношћу тржишним ризицима потпада под надлежност одбора директора и извршног одбора друштва. У надлежности одбора директора је да дефинише стратегије управљања тржишним ризицима, да одреди прихватљив ниво изложености инвестиционог друштва тржишним ризицима, да израчунава потребан капитал, да обезбеди одговарајући процес управљања тржишним ризицима од идентификовања, мерења, праћења и контроле тржишних ризика. У надлежности извршног одбора је креирање политике и процедуре за управљање тржишним ризицима.⁶⁴⁶

Последњих деценија у финансијском свету присутни су бројни примери лошег управљања тржишним ризицима. Међу најчешће навођеним примерима је случај енглеске Берингс банке (*Barings Bank*), који је настао услед грешке једног запосленог који је тргујући фјучерс уговорима изгубио више од 1,3 милијарде долара на терет банке, што је довело до банкротства једне од најстаријих енглеских банака. Међутим ово није усамљен случај у финансијској литератури, с обзиром да су велике губитке због неваљаног управљања тржишним ризицима доживеле и државне институције. Као пример наводи се Калифорнијска општина *Orange County*, која је основала новчани фонд током деведесетих година 20. века. Иако је првобитно планирано улагање искључиво у ликвидне финансијске инструменте, управитељ овог фонда, Боб Цитрон улагао је велика средства у деривативне инструменте. Током 1994. године Америчка централна банка (*Federal Reserve System - FED*) повећала је каматне стопе, што је проузроковало велике губитке фонда, који су износили преко 1,6 милијарди долара.⁶⁴⁷

Брокерско-дилерско друштво и банка обавезни су да успоставе праћење и контролу тржишних ризика на дневној основи. Дневно праћење тржишних ризика обухвата праћење свих позиција из књиге трговања, затим искоришћености и прекорачења

⁶⁴⁶ В. Матић, “Тржишни ризици”, 70.

⁶⁴⁷ И. Шверко, 643.

лимита, као и резултата активности трговања, при том лимитима треба да буду обухваћена свака уговорена трансакција. Инвестиционо друштво је обавезно да саставља извештаје о праћењу позиција из књиге трговања, која садржи преглед отворених позиција по врстама трансакција, по врстама ризика и по организационим јединицама, као и преглед успостављених лимита и нивоа искоришћености. Такође, потребно је да извештаји садрже преглед текућих и кумулативних резултата на месечном и годишњем нивоу.⁶⁴⁸

9.4 Вредност под ризиком (*Value at Risk*)

Постоје неколико начина за мерење тржишног ризика. Један од приступа је оцењивање позиције инвестиционог друштва на основу тржишне вредности сваког елемента портфеља. Друштво је обавезно да прати дневне тржишне вредности својих хартија од вредности, а затим да симулира колико може изгубити услед тржишних кретања. Наредни приступ за мерење тржишног ризика заснива се на мерењима еластичности вредности портфеља услед промена каматних стопа. Најсложенији и најчешће коришћен приступ за квантификовање тржишног ризика је модел вредности под ризиком (*Value at Risk* - *VaR*). *VaR* се дефинише као максимална потенцијална промена у вредности портфеља финансијских инструмената, са задатом вероватноћом, за одређени период.⁶⁴⁹ Процена започиње рачунањем вероватноће приноса сваке врсте финансијског инструмента посебно у портфељу, за одређени период, а потом се за исти тај период, рачунају могући губици. Сврха коришћења *VaR* модела образлаже се тиме што погрешна процена ризика при алокацији портфеља може довести до озбиљних последица по профитабилност и финансијску стабилност инвестиционих друштава.⁶⁵⁰

VaR се може дефинисати на два начина: као максимални потенцијани губитак у оквиру задатог интервала поверења у току ликвидационог периода и као износ капитала неопходан брокерско-дилерском друштву, односно банци да апсорбује портфолио губитке у скоро 100% случајева. Статистички израз вредности под ризиком

⁶⁴⁸ Одлука о управљању ризицима банке, чл. 53.

⁶⁴⁹ К. Avram, 24.

⁶⁵⁰ В. Петровић, М. Мићић, “Увођење процене ризика (risk-based) у поступку надзора – супервизије у Народној банци Србије”, *Правни живот*, бр.13/2007, 194.

за портфолио је принос или губитак у односу на неки унапред одређени вероватни ниво, углавном од 5% или мање.⁶⁵¹

Методу вредности под ризиком развила су брокерско-дилерска друштва током деведесетих година. Кључни циљ био је систематизација мерења ризика, ради квалитетнијег праћења и управљања тржишним ризицима. Модел VaR је своју прву јавну примену доживео јула 1993. године, када је група окупљена око свој дилера препоручила усвајање VaR свим активним дилерима. У свом извештају, *Global Derivatives Study Group of The Group of Thirty* позвала је дилере да доследно користе мере за израчунавање тржишног ризика њихових позиција деривата на дневној основи и да их упоређују са границама изложености тржишних ризика. Тржишни ризик најбоље се мери као вредност под ризиком, користећи вероватноћу анализе засновану на заједничком интервалу поверења и временском интервалу.⁶⁵² На општеприхваћеност VaR модела допринело је неколико догађаја који су уследили средином деведесетих година прошлог века. Базелски комитет је амандманима из 1996. године по први пут обухватио тржишне ризике за израчунавање примерености капитала.

Од првобитне примене у брокерско-дилерским друштвима, модел VaR је постепено проширио домен примене на комерцијалне банке и финансијске компаније, када је октобра 1994. године, JP Morgan, једна од највећих америчких банака, објавила бесплатни RiskMetrics на интернету.⁶⁵³ Сем тога, објављени су и коефицијенти корелација између најбитнијих финансијских инструмената. Све је отпочело када је извршни директор банке, *Dennis Weatherstone* затражио од стручних служби да израчунају (до завршетка радног дана) колико њихова компанија може изгубити услед могућих очекиваних сутрашњих промена на тржишту. Задатак се првобитно чинио изузетно комплексан, с обзиром на велики број хартија од вредности које су чиниле JP Morganov портфолио, међутим *Til Guldemann* и *Jacques Longerstaey* су пронашли решење у Марковицевој теорији портфолија и хипотези о ефикасности тржишта. Израчунавајући ризик портфолија према Марковицевој теорији, а на основу ризика

⁶⁵¹ С. Муминовић, “Управљање имовином и обавезама банке”, *Финансије*, бр.1-6/2004, 107-108. J. Roy, R. Turk-Ariss, Y. Redjah, “Why is the Canadian banking system so remarkably stable? A comparative analysis with the US”, *Managing Risk in the Financial System* (eds. J.R. LaBrosse, R. Olivares-Caminal, D. Singh), Edward Elgar, Cheltenham – Northampton 2011, 82.

⁶⁵² C.L. Culp, M.H. Miller, A.M.P. Neves, “Value at Risk: Uses and Abuses”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.10, No.4/1998, 27.

⁶⁵³ M. Choudhry, *An introduction to value-at-risk*, John Wiley & Sons, Chichester 2006, 30. Поред RiskMetrics-a, још једна компанија нуди услуге рачунања вредности под ризиком – Measurerisk.com која је настала као joint venture Morgan Stanley Dean Witter-a и Micro Modeling Services-a.

појединих хартија од вредности у портфолију, као и њихових међусобних корелација, дошло се до постотка ризичности целокупног портфолија, односно до његове променљивости.⁶⁵⁴

У свом основном облику RiskMetrics подаци сумирали су: једноставну методологију за рачунање вредности под ризиком; податке о финансијским инструментима (стандарде девијације и коефицијенте корелације); техничке инструменте који објашњавају укупну методологију; *on-line* VaR калкулатор. Од тада JP Morgan свакодневно објављује податке о кретањима цена и коефицијентима корелације финансијских инструмената за четири тржишта у 30 земаља широм света.⁶⁵⁵

Још један важан догађај утицао је на широку примену VaR методе. У питању је захтев америчке Комисије за вредноснице и берзе (*Securities and Exchange Commision – SEC*) упућен финансијским компанијама са тржишном капитализацијом већом од 2,5 милијарди долара, да објављују податке о вредностима под ризиком. Почевши од 1994. године, прве компаније су у својим годишњим финансијским извештајима почеле да објављују податке о изложености тржишним ризицима и вредностима под ризиком.⁶⁵⁶

Постоји знатан број метода за рачунање VaR и све су оне сасвим логичне, али процене добијене коришћењем различитих методологија могу се драматично разликовати.⁶⁵⁷ Стога је битно навести шта јесте VaR, а шта није. VaR није јединствена метода за мерење ризика, с обзиром да различите методологије за рачунање VaR дају различите вредности VaR. Даље, као квантитативна статистичка техника, VaR једино обухвата ризике који се могу квантификовати. Зато VaR не мери друге ризике којима су изложени брокерско-дилерска друштва и банке, попут ризика ликвидности или оперативног ризика. Најважније је да VaR није управљање ризиком, јер управљање ризиком подразумева широк опсег обавеза и дисциплина које се употребљавају у циљу минимизирања ризика и управљања ризицима којима су изложена брокерско-дилерска

⁶⁵⁴ М. Латковић, 471.

⁶⁵⁵ И. Шверко, 645.

⁶⁵⁶ *Ibid.*, 646.

⁶⁵⁷ Постоји неколико врста VaR-a: stressed VaR, expected shortfall, CoVaR. Више о томе видети: G. Colletaz, C. Hurlin, C. Perignon, The Risk Map: A New Tool for Validating Risk Models, October 2012, 1-21, <http://www.ssrn.com/abstract=1824984>, 10.04.2014, S. Varotto, Liquidity Risk, Credit Risk, Market Risk and Bank Capital, January 2011, 10-17, <http://www.ssrn.com/abstract=1746915>, 19.02.2014.

друштва и банке. VaR је само један елемент у поступку управљања ризицима, мерни инструмент за тржишне ризике.⁶⁵⁸

На овом месту дефинисаћемо шта јесте VaR. VaR је међународни стандард мерења тржишног ризика. VaR је једна процена одређеног износа новца. Она се темељи на вероватноћи, тако да се не може прихватити са сигурношћу већ са одређеним нивоом поверења које ће сам корисник унапред одабрати. VaR мери променљивост имовине брокерско-дилерског друштва, односно банке, тако да већа нестабилност доводи до веће вероватноће губитка. VaR је највећа вредност портфеља, на датом нивоу статистичке сигурности, који неки портфељ може изгубити у току једног дана (недеље, месеца) ако тржиште функционише нормално. Вредност VaR-а зависи од временског интервала за који се посматра и од састава портфеља. Уколико се промени портфељ, мења се и вредност VaR-а; зато уколико управа инвестиционог друштва постави одређени ниво ризика (target VaR), он се користи и за оптимално прилагођавање портфеља таквом нивоу ризика.⁶⁵⁹ VaR је очекивани губитак у портфељу у оквиру одређеног временског периода за постављени ниво вероватноће. Мери се унутар задатог интервала поверења које може износити 95% или 99%. Обрачунавање VaR узима у разматрање корелације свих облика тржишних ризика. Примера ради, уколико се за дневни VaR постави износ од 100.000 долара са нивоом поверења од 95% то значи да током дана постоји само 5% вероватноће да ће губитак бити већи од 100.000 долара.⁶⁶⁰

Постоје три основне методе за израчунавање VaR-а као и сви други статистички модели и оне се заснивају према унапред дефинисаним претпоставкама. То су Корелациона метода, Историјски симулациони метод и Monte Carlo симулациона метода.

Корелациона метода назива се још и метода варијансе и коваријансе, делта нормална, параметарска или аналитичка метода. Корелациона метода подразумева да су приходи за факторе ризика нормално расподељени и да су корелације између фактора ризика сталне и да је делта сваког портфеља стална (делта представља меру осетљивости промене цена на факторе ризика). Користећи корелациону методу колебљивости сваког фактора ризика се изводи на основу историјских података у

⁶⁵⁸ М. Choudhry, 32.

⁶⁵⁹ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 46.

⁶⁶⁰ М. Choudhry, 30.

оквиру задатог временског интервала, те су зато потребни историјски подаци о инвестиционим приходима. Постоји једноставан и софистициран приступ корелационе методе. Једноставна историјска колебљивост представља директну методу, али последице једностране промене тржишта могу у великој мери изобличити корелацију и колебљивост унутар задатог временског интервала у којем се обављају предвиђања. Софистицирани приступ додељује различити значај сваком посматраном догађају у прошлости, тако што се додељује већа тежина скорашњим догађајима, да велики скокови у колебљивости неће проузроковати драстичне варијације које су се догодиле у прошлости.⁶⁶¹ Оцена VaR-а применом ове методе ограничена је на неколико инструмената: на позиције које се односе на опције, а представљају нелинеарне функције цене основног инструмента у готовини; на инструменте са фиксним приходима који су нелинеарна функција приноса на обвезницу.

Историјски симулациони метод полази од претпоставке да ће блиска будућност бити довољно слична недавној прошлости, тако да се подаци из недавне прошлости могу употребљавати за процену ризика у блиској будућности. Сходно томе, могуће је предвидети кретање цена посматране активе по основу реализованих цена у протеклом периоду. Симулацијом огромног броја података (нпр. 10.000) из скупа историјских података и одабиром одређеног процента тако добијеног низа одређује се VaR за дати ниво поверења.⁶⁶² Историјски симулациони метод израчунавања VaR је најједноставнији, а истовремено избегава одређен број замки у које запада корелациона метода. Могући губици се рачунају на основу стварних историјских вредности прихода и фактора ризика чиме се сагледава ненормална дистрибуција фактора ризика. Овиме се омогућава да усамљени догађаји, али и велики крахови буду укључени у крајње резултате.⁶⁶³

Monte Carlo симулациона метода је најфлексибилнија наспрам претходне две методе. Ова метода допушта управитељима ризика да користе реалне дистрибуције података за факторе ризика и прихода, пре него да користе нормалну дистрибуцију прихода. Велики број насумично одабраних симулација употребљава се у предвиђању будућних догађаја, користећи променљивост и корелациону процену коју је изабрао управитељ ризика. Свака симулација је различита, али укупни збир свих симулација

⁶⁶¹ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 53-54.

⁶⁶² М. Мартиновић, "Утицај асиметрије и спљоштености криве приноса активе портфолија на поузданост процене вредности под ризиком (VaR-a)", *Финансије*, бр.1-6/2010, 154.

⁶⁶³ В. Јазић, *Ризици у банкарском пословању*, 54.

даће агрегатни скуп на основу којег ће бити изабрани статистички параметри. Овај метод је знатно реалнији наспрам претходна два метода, с обзиром да омогућава прецизнију процену VaR-a. Међутим, примена ове методе захтева сложене компјутерске системе, али и доста уложеног времена које је потребно за рачунање VaR-a.⁶⁶⁴

Упркос многобројним предностима, VaR није лек за све.⁶⁶⁵ Чак и када је одговарајуће обрачунат, изоловани VaR мало ће допринети очувању изложености ризику инвестиционог друштва у складу са одабраним прагом толеранције ризика. Уколико инвестиционо друштво нема ваљано развијену инфраструктуру управљања ризицима – политике, процедуре и системе за управљање, као и дефинисане надлежности чланова управе, VaR не може много допринети. Исто тако, VaR не може увек омогућити инвестиционим друштвима да остваре посебне циљеве у управљању ризиком.⁶⁶⁶

9.5 Управљање оперативним ризиком

Проблем неразумевања оперативног ризичног догађаја често је изражен у пракси и озбиљно нарушава идентификацију и класификацију оперативних ризичних догађаја, што се негативно осликава на процесе управљања оперативним ризицима. Међу највећим изазовима за брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке је формирање оквира за ефикасно управљање оперативним ризицима. Према томе, процес управљања оперативним ризицима подразумева јасно дефинисане задатке и одговорности свих учесника у поступку управљања, као и обавезу да се оперативним ризицима управља на свим нивоима друштва.⁶⁶⁷

⁶⁶⁴ M. Choudhry, 35.

⁶⁶⁵ О недостацима VaR модела посебно се говорило током економске кризе 2008. године. Постоје сведочења да су поједини тражили од америчког Конгреса 2009. године да забрани употребу VaR-a. Међу највећим противницима VaR модела је *N. Taleb*, који критикује његову научну неизвесност и психолошки ефекат који VaR испољава на трговце вредносницама. Више о томе: J. Chen, Measuring Market Risk Under Basel II, 2.5, and III: VaR, Stressed VaR, and Expected Shortfall, 9, <http://www.ssrn.com/abstract=2252463>, 07.05.2014.

⁶⁶⁶ C.L. Culp, M.H. Miller, A.M.P. Neves, 30.

⁶⁶⁷ В. Матић, “Оперативни ризик”, 76.

Базелски комитет и директиве ЕУ констатовали су да конкретан приступ управљања оперативним ризицима, који усвоји одређена банка, или брокерско-дилерско друштво, зависи од бројних фактора, попут величине, техничке опремљености, природе, обима и сложености послова. Упркос бројним разликама, јасно дефинисане стратегије, надзор одбора директора, систем унутрашње контроле (који подразумева хијерархију надлежности и поделу дужности), извештавања, као и планирање у случају непредвиђених догађаја, главни су елементи оквира за ефикасно управљање оперативним ризицима.⁶⁶⁸

За ефикасно управљање оперативним ризицима одговорна је управа брокерско-дилерског друштва, односно банке. У надлежности одбора директора је да усвоји стратегије управљања оперативним ризицима. Кључна компонента стратешког управљања је одобравање толерисаног ризика од стране организације, одобравањем стратегија које постављају стандарде. Осим тога, одбор директора је одговоран за ефикасан надзор над процесом управљања оперативним ризиком, за разматрање политике и процедура, успостављање граница изложености, преиспитивање плана за ванредне ситуације.⁶⁶⁹ Извршни одбор надлежан је за веродостојну примену и развој политика и процедура управљања оперативним ризицима. Остали запослени који су задужени за управљање оперативним ризицима обавезни су да прате изложености овом ризику према врстама, узроцима и значају догађаја и да о томе редовно извештавају чланове управе брокерско-дилерског друштва, односно банке, као и о мерама предузетим за ублажавање ризика.

У циљу обезбеђивања континуитета пословања, одбор директора је обавезан да усвоји план континуитета пословања (*Business Continuity Plan – BCP*), као и план опоравка активности у случају катастрофа (*Disaster Recovery Plan – DRP*), који омогућавају неометано и континуирано функционисање свих виталних система и процеса, као и ограничавање губитака у ванредним ситуацијама. За спровођење планова, као и за упознавање и обуку запослених са њиховом улогом и одговорностима у случају наступања ванредних догађаја надлежан је извршни одбор.⁶⁷⁰

Постићи успех у управљању оперативним ризицима директно зависи и од начина на који се разуме и осећа процес управљања овим ризицима, јер су оперативни ризици

⁶⁶⁸ В. Вуковић, Б. Стакић, 12.

⁶⁶⁹ Н. Ђоковић, 2-3.

⁶⁷⁰ Одлука о управљању ризицима банке, чл. 67, 68.

уједно и ризици културе професионалног понашања свих запослених код трговаца вредносницама. Степен развијености културе понашања наспрам изложености оперативним ризицима, манифестује се као мања или већа осетљивост запослених на ове ризике, што прати и одговарајући степен могућих губитака. Чести су случајеви у пракси да се запослени суочавају са овим ризицима, а да тога нису ни свесни, или пак не пријављују надређеном властите грешке и пропусте из страха од евентуалног санкционисања. Стога је Базелски комитет истакао значај подизања свести и културе понашања запослених у односу на изложеност оперативним ризицима, као један од приоритета у управљању оперативним ризицима.⁶⁷¹

На глобалном нивоу, методи за мерење и управљање оперативним ризицима по први пут су инаугурисани Базелским споразумом из 2004. године. Поменуте методе уведене су у европско законодавство 2013. године, усвајањем Директиве о примерености капитала и Уредбе о капиталним захтевима. Реч је о следећа три метода: приступ основног индикатора; стандардизовани приступ и приступи напредног мерења. Прва два наведена приступа су исцрпно регулисана у европском законодавству, те су инвестициона друштва која прихвате наведене приступе дужна да поступају према законским одредбама приликом израчунавања оперативних ризика. С друге стране, знатно више слободе у пословању имају она инвестициона друштва, која прихвате приступ напредног мерења, с обзиром да је њима остављена могућност да развијају сопствене методе за израчунавање и управљање оперативним ризицима.⁶⁷² Приликом избора одређеног приступа за управљање оперативним ризиком, кључно је узети у обзир степен развијености брокерско-дилерског друштва и банке, имајући у виду обим и сложеност њиховог пословања. Наведени приступи уведени су у домаће право, и то само за овлашћене банке. Банка може изабрати један од већ споменутих приступа: приступ основног индикатора, стандардизовани приступ или напредни приступ уз претходну сагласност Народне банке Србије. Изузетно, банци је дозвољено да комбинује приступе за рачунање капиталног захтева за оперативни ризик применом једне од следећих комбинација: 1) напредни и стандардизовани приступ; 2) напредни и приступ основног индикатора; 3) стандардизовани и приступ основног индикатора.⁶⁷³

⁶⁷¹ В. Матић, “Оперативни ризик”, 76-77.

⁶⁷² S. Gleeson, 262.

⁶⁷³ Одлука о адекватности капитала банке, чл. 405.

9.5.1 Приступ основног индикатора

Приступ основног индикатора (*basic indicator approach – BIA*) је најједноставнији метод, код којег готово и да нема квантификовања изложености брокерско-дилерског друштва, односно банке према оперативним ризицима. Овај приступ је поприлично уопштен и не нарочито поуздан начин да се одреди висина капиталних трошкова за оперативне ризике, без коришћења података о губицима које су ови ризици проузроковали.⁶⁷⁴

Према приступу основног индикатора, брокерско-дилерска друштва, односно банке, обавезна су да одржавају капитал у износу од 15% од просечног годишњег бруто прихода током последње три године. Годишњи бруто приход дефинише се као нето приход по основу камата, плус нето приходи који не потичу од камата. Годишњи бруто приход обухвата још и приходе од акција и осталих хартија од вредности, накнаде и провизије, нето профит или нето губитак остварен у финансијским трансакцијама, као и друге оперативне приходе.⁶⁷⁵ Из годишњег бруто прихода искључени су: било које резервисање (нпр. за неплаћену камату), профит или губитак који потиче од продаје хартија од вредности у књижи трговања банке, ванредне или нередовне ставке и приход који потиче од осигурања. Профити и губици остварени по основу трговине хартијама од вредности су искључени из обрачуна годишњег бруто прихода, док су профити и губици остварени по основу ревалоризације трговинских ставки укључени у обрачун бруто прихода. Оправдање овакве регулисаности образлаже се тиме што у пракси трговинске активности привлаче релативно ниску изложеност оперативном ризику, насупрот кредитним трансакцијама.⁶⁷⁶ Уколико је за неки период релевантни показатељ негативан или једнак нули, инвестициона друштва не смеју узимати у обзир тај податак приликом израчунавања трогодишњег просека.⁶⁷⁷

Везано за тренутак почетка примене приступа основног индикатора у обрачуну траженог нивоа капитала Базелски споразум не предвиђа посебне критеријуме. Међутим, друштва која се одреде за коришћење овог приступа су подстакнута тиме

⁶⁷⁴ В. Матић, “Базел II – оперативни ризици”, 164.

⁶⁷⁵ S. Gleeson, 262.

⁶⁷⁶ *Ibid.*, 263.

⁶⁷⁷ Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 315, Одлука о адекватности капитала банке, чл. 407.

да испуњавају захтеве из Базелског документа који се односи на добре праксе за управљање и надзор оперативног ризика.⁶⁷⁸

Мерено величином билансне суме, приступ основног индикатора највише погодује малим и средњим банкама и брокерско-дилерским друштвима, с обзиром да је најмање захтеван у погледу ресурса и да на дужи рок производи најниже трошкове. Стога ће овај приступ највероватније користити инвестициона друштва у неразвијеним земљама, као и земљама у развоју.⁶⁷⁹

9.5.2 Стандардизован приступ

Стандардизован приступ (*standardized approach* – SA) је донекле напреднији метод рачунања капиталних трошкова у односу на приступ основног индикатора, јер се ослања на индикаторе изложености који репрезентују обим пословних активности брокерско-дилерског друштва, односно банке по линијама пословања, као и на пондере за сваку линију пословања посебно, а које одређују национална надзорна тела. Иако овај приступ смањује капиталне трошкове, он није прихватљив за велика инвестициона друштва која су значајно изложена оперативним ризицима, јер није довољно поуздан по питању процене потребног економског капитала, а само смањење трошкова није примарни циљ ни једног великог инвестиционог друштва.⁶⁸⁰

Стандардизован приступ боље одражава појаву ризика који настају у пословним активностима банака и брокерско-дилерских друштава. Према стандардизованом приступу, мерење и управљање оперативним ризиком израчунава се помоћу осам пословних линија.⁶⁸¹ Инвестициона друштва примењују одређена начела за

⁶⁷⁸ Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk, Bank for International Settlements, February 2003, 1.

⁶⁷⁹ Ђ. Ђукић, 158.

⁶⁸⁰ В. Матић, “Базел II – оперативни ризици”, 164.

⁶⁸¹ Да би се утврдило којој мапи пословних линија припада одређена активност банке, примењују се следећи принципи: 1) све активности се морају груписати у једну од осам пословних линија и то на начин да једна другу искључују; 2) банкарска или небанкарска активност која се не може лоцирати у неку од пословних линија, већ представља помоћну функцију некој од активности датој у мапи, мора се лоцирати у ону пословну линију коју подржава; 3) када се уноси бруто приход у мапу, уколико се нека активност не може лоцирати у неку од пословних линија, онда се лоцира у ону пословну линију која доноси највеће оптерећење банци; 4) уношење активности у мапу пословних линија у циљу утврђивања потребног капитала, мора бити конзистентно са дефиницијама пословних линија које се користе за

распоређивање у пословне линије. Пре свега, све активности се распоређују у пословне линије на начин који обезбеђује свеобухватност и међусобну искључивост. Управни одбор друштва одговоран је за усвајање и контролу спровођења политике разврставања пословних активности у линије пословања, док је извршни одбор задужен за спровођење ове политике.⁶⁸² Мапу пословних линија чине: корпоративне финансије, трговина и продаја, малопродајно банкарство, комерцијално банкарство, плаћање и салдирање, агенцијске услуге, управљање имовином и малопродајно брокерство. Свака пословна линија има свој бета фактор. За корпоративне финансије, трговину и продају и плаћање и салдирање бета фактор износи 18%, за комерцијално банкарство и агенцијске услуге бета фактор износи 15%, док за малопродајно банкарство, управљање имовином и малопродајно брокерство бета фактор износи 12%. У ситуацији да је у инвестиционим друштвима фактор оперативног ризика укључен у цену, друштва могу користити алтернативни стандардизован приступ (*alternative standardized approach – ASA*) за пословне линије малопродајно и комерцијално банкарство, како би се спречило двоструко обрачунавање ризичног капитала.⁶⁸³

Важно је напоменути да при израчунавању потребног капитала код стандардизованог приступа у датој години је допуштено да негативни износи захтеваног капитала по било којој пословној линији буду компензовани позитивним износима захтеваног капитала по другим пословним линијама и то без ограничења.⁶⁸⁴

Да би одређено инвестиционо друштво могло користити стандардизован приступ, неопходно је да испуни најмање три услова постављена од надлежног органа за надгледање: 1) да има одбор директора и извршни одбор који по знању, искуству и способностима може да се укључи активно у контролисање оквира за управљање оперативним ризиком; 2) да има здрав систем за управљање оперативним ризиком,

рачунање регулаторног капитала код третирања кредитног и тржишног ризика; 5) процес уношења у мапу мора бити јасно документован, а посебно дефиниције пословних линија у писаној форми морају бити јасне и детаљне, како би се омогућило трећим лицима да направе копије лоцирања пословних линија у мапи; 6) процеси морају бити тако регулисани, да омогуће уношење у мапу нових активности или производа; 7) извршни одбор је одговоран за политику уношења у мапу; 8) процес мапирања пословних линија мора бити предмет независне ревизије. Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Bank for International Settlements, June 2004, 222-223.

⁶⁸² Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 318, Одлука о адекватности капитала банке, чл. 410.

⁶⁸³ A. Mongid, I. Mohd Tahir, 5.

⁶⁸⁴ Ђ. Ђукић, 162.

који се у потпуности примењује; 3) да располаже са довољно средстава за коришћење овог приступа код пословних линија, као и за области надзора и ревизије.⁶⁸⁵

9.5.3 Приступ напредног мерења

Приступ напредног мерења (*advanced measurement approach – AMA*) је модел који се користи за израчунавање капиталних захтева за оперативне ризике на знатно софистициранији начин. Према напредном приступу, инвестициона друштва морају бити у стању да рачунају захтевани ниво капитала као збир очекиваног губитка (*expected loss – EL*) и неочекиваног губитка (*unexpected loss – UL*), као и да идентификују потенцијалне губитке од екстремних догађаја. Сасвим је очекивано што брокерско-дилерска друштва и банке теже да умање капиталне захтеве уколико је капитал скуп. Истовремено, употреба напреднијег модела даје ниже капиталне захтеве. Да би се спречиле могуће злоупотребе, Базелски комитет је предвидео да банке које испуне одређене услове пређу на коришћење сложенијих приступа.⁶⁸⁶

Базелски споразуми и директиве ЕУ предвиделе су коришћење квалитативних и квантитативних критеријума за приступ напредног мерења. Да би банке и брокерско-дилерска друштва могла да користе напредни приступ, потребно је да претходно добију дозволу од надлежног надзорног органа. Према овом приступу, инвестициона друштва користе сопствене моделе ризика у одређивању захтеваног нивоа капитала. Како би развили сопствени модел напредног мерења ризика, инвестициона друштва су обавезна да чувају и анализирају базе података о губицима у периоду од пет година, као и да демонстрирају да је њихов модел статистички здрав.⁶⁸⁷

Управо су модели засновани на дистрибуцији губитака најчешће примењивани и најпоузданији. При употреби овог метода, банке и брокерско-дилерска друштва се ослањају на базе података о губицима и користе интерне моделе који обухватају технике за ублажавање ризика, али и резултате квалитативних метода (нпр. самопроцењивање, сценарио анализа). Основу капиталних модела чини симулација

⁶⁸⁵ *Ibid.*, 163.

⁶⁸⁶ A. Mongid, I. Mohd Tahir, 5.

⁶⁸⁷ P. Wood, 417, Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 321-323, Одлука о адекватности капитала банке, чл. 411-414.

дистрибуције потенцијалних губитака и то два типа дистрибуције: дистрибуција капиталних губитака према учесталости и дистрибуција према величини потенцијалних губитака.⁶⁸⁸

Домаће право водило је рачуна о избегавању двоструког израчунавања капиталних захтева када су у питању овлашћене банке. Тако је банка дужна да интерне податке о губицима који су настали по основу оперативног ризика а повезани су са кредитним ризиком и укључени у интерну базу историјских података о кредитном ризику, евидентира у интерној бази података о оперативном ризику и посебно их означава. Уколико је банка те губитке обухватила при рачунању капиталног захтева за кредитни ризик, не узима их у обзир при рачунању оперативног ризика. Исто тако, банка је обавезна да губитке у пословању који су настали по основу оперативног ризика, а повезани су са тржишним ризицима укључи у израчунавање капиталног захтева за оперативни ризик, а не у рачунање капиталних захтева за тржишне ризике.⁶⁸⁹

Инвестиционо друштво може започети примену приступа напредног мерења у само једном делу свог пословања, док у другим може наставити са применом приступа основног индикатора или стандардизованог приступа. Као и код IRB, намера је да када друштво једном отпочне са применом напредног приступа за део свог пословања, обавезаће се да у наредном периоду прошири овај приступ и на остале сегменте пословања. Не постоје чврста правила на које сегменте би требало примењивати напредни приступ – само друштво може одредити сегменте пословања према пословним линијама, правној структури, географским регионима, или према другом основу интерно дефинисаном, те се приступ напредног мерења може примењивати на један или више сегмената.⁶⁹⁰

Само она инвестициона друштва која испуњавају високо постављене регулаторне захтеве могу користити приступ напредног мерења, а број тих друштава је мали. Већина инвестиционих друштава користе приступ основног индикатора, док друштва средњих величина и поједине специјализоване банке користе стандардизован приступ.⁶⁹¹

⁶⁸⁸ В. Матић, “Базел II – оперативни ризици”, 166.

⁶⁸⁹ Одлука о адекватности капитала банке, чл. 415.

⁶⁹⁰ S. Gleeson, 266, Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 314.

⁶⁹¹ N. Angermuller, M. Eichhorn, T. Ramke, “The New German Risk Standards”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol.22/2007, 13.

Када је у питању транзициони период за примену приступа напредног мерења, Базел II предвиђа следеће факторе прилагођавања у односу на минимални захтевани капитал: за банке које започну примену пре краја 2007. године, тај фактор износи 90%, док за банке које започну примену пре краја 2008. године, тај фактор износи 80%.⁶⁹²

Претходна анализа је показала да у домаћем правном систему питање управљања ризицима трговаца хартијама од вредности је делимично регулисано. Са једне стране, правно уређење управљања ризицима овлашћених банака је у српском праву сачињено по узору на модерне глобалне тенденције, утемељене на Базелским споразумима и директивама Европске уније. С друге стране, не постоји никаква домаћа регулатива која уређује управљање ризицима брокерско-дилерских друштава, чиме се ствара правна празнина у домаћем праву. У циљу очувања интегритета домаћег тржишта капитала, потребно је усвојити поменута упоредноправна решења и за брокерско-дилерска друштва. Тиме би се постигла правна уједначеност свих трговаца вредносница на домаћем тржишту капитала.

Иако још увек нису анализиране правне последице ових реформи од стране домаћег регулаторног тела (Комисије за хартије од вредности), за веровати је да ће потенцијално усвајање ових правила изазвати одређен отпор код домаћих брокерско-дилерских друштава. Разлог томе били би високи трошкови увођења наведених правила и метода за управљање ризицима. Осим тога, додатни проблем представљао био недовољно обучен и стручан кадар. Упркос проузроковању додатних трошкова, ваља посматрати на дужи рок реформу домаћег тржишта вредносних папира. Усклађивањем домаћих правила са европским прописима омогућиће се брокерско-дилерским друштвима да ојачају своје пословање и постану конкурентни домаћим банкама. Хармонизовањем пословања домаћих брокерско-дилерских друштава са савременим европским тековинама омогућиће домаћим друштвима бољи приступ светским тржиштима капитала, а самим тим и ширење њихове делатности.

⁶⁹² Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Bank for International Settlements, June 2004, 13.

ДЕО IV

НАДЗОР И ТРЖИШНА ДИСЦИПЛИНА

Глава 10.

СПРОВОЂЕЊЕ НАДЗОРА НАД ПОСЛОВАЊЕМ ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

10.1 Значај надзора

Увођењем стуба II – Супервизије у Базел II тежило се смањењу притиска на квантитативне стандарде о примерености капитала, али и да се улогом надзорне контроле, као додатним инструментом подстакну банке и брокерско-дилерска друштва да унапређују технике управљања ризицима кроз бољу идентификацију, мерење, праћење, као и да се обезбеди да трговци поседују примерен ниво капитала у односу на ризике којима су изложени у свакодневном пословању. Од надзорника се очекује да интензивирају преговоре са финансијским сектором и да у том процесу подстичу трговце да развијају интерне моделе за рачунање капиталних трошкова сходно ризичном профилу, али и да контролишу колико су трговци у томе успешни.⁶⁹³

Међутим, само усвајање регулативе није довољно, уколико је не прати примена, која ће омогућити даљи напредак на пољу развоја институција и процеса, који ће обезбедити да се циљеви регулаторног оквира постижу ефикасно и конзистентно. Потребно је да државе оснивају тела за макропревентивни надзор и оквире који ће подржавати и допуњавати ове суштински микропревентивне мере. Базел III је увео макропревентивне елементе попут: контрацикличног ублаживача капитала и ублаживача конзервације капитала.⁶⁹⁴

Напоре да се примене нова правила треба истовремено да прати стално надгледање. Свеобухватан надзор је неопходан како би се омогућило да трговци вредносницама

⁶⁹³ В. Матић, “Базел II – стуб 2 – супервизорски надзор”, *Банкарство*, бр.5-6/2010, 166.

⁶⁹⁴ Ј. Сагуана, “Реформа регулативе: преостали изазови”, 160.

послују са примереним капиталним захтевима, стандардима ликвидности и политиком управљања ризицима који су сразмерни преузетим ризицима. Такође, потребно је решавати последице финансијских иновација или ризика регулаторне арбитраже, које сама регулатива не може у потпуности да покрије. Од националних органа се очекује да посебно интензивније контролишу пословање највећих трговаца вредносницама. Подједнако је битно да се појачају микро и макро превентивне димензије надзора, као и начин њихове интеракције.⁶⁹⁵

Важна детерминанта у процесу редефинисања улоге надзора и регулативе финансијских инструмената јесте сазнање о крхкости финансијског система, као последица претеране изложености ризицима. Кризе тржишта капитала још од осамдесетих година 20. века, процеси глобализације, дерегулације и интернационализације тржишта указали су да традиционални инструменти контроле тржишта недовољни у погледу очувања стабилности финансијског система у целини. Осетљивост надзорних власти на ризични профил финансијских посредника, а посебно на присуство нетрадиционалних ризика драстично се повећала. То је изискивало доношење нових инструмената надзора, како би се ојачала контрола над учесницима на тржишту капитала.⁶⁹⁶

Добра регулатива пружа потпору чврстој контроли, а чврста контрола појачава добру регулативу. Једна другу међусобно појачавају и нереално је очекивати да једна може бити успешна без друге. Базел III омогућава боља правила којима се оцењује сигурност и солидност финансијских институција, међутим, актуелна финансијска криза нам је указала да је исто тако потребна боља контрола која почиње “основним градивним блоковима”, које представљају Основни принципи ефективне банкарске супервизије.⁶⁹⁷

Процес надгледања темељи се на неколико принципа који имају за циљ унапређење интерних система управљања ризицима и контроле: 1) поступак интерне процене примерености капитала – инвестиционо друштво треба да обавља континуирану

⁶⁹⁵ J. Saguana, “Изградња отпорног финансијског система”, 112. Улога надзорних тела је поједнако значајна као и усвајање нових правила, што су најбоље демонстрирале Аустралија и Канада. Упркос идеји да стриктан надзор ограничава конкурентност, светска економска криза је показала да финансијски системи држава са ригорозним и конзистентним надзором боље пролазе. J. Saguana, “Финансијска стабилност: 10 питања и отприлике седам одговора”, *Банкарство*, бр.3-4/2010, 110.

⁶⁹⁶ F. Cesarini, 107.

⁶⁹⁷ S. Ingves, 152.

интерну процену примерености капитала сходно свом ризичном профилу и да на основу тога дефинише стратегије за одржавање потребног нивоа капитала; 2) процес надзора (*Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*) – у надлежности надзорника је да процењује стратегије инвестиционих друштава, као и њихову способност да надгледају и обезбеде усаглашеност са регулаторним показатељима капитала. Надзорници могу предузети одговарајуће мере, уколико нису задовољни резултатима процеса;⁶⁹⁸ 3) капитал изнад минималног нивоа – надзорници очекују од инвестиционих друштава да послују изнад прописаних минималних захтева за примереношћу капитала, али и да траже од друштава да поседују капитал већи од прописаног минимума сходно свом ризичном профилу; 4) интервенција надзорника – надзорници су дужни да интервенишу у почетној фази, како би спречили да капитал падне испод минималног нивоа неопходног да подржи ризике којима је друштво изложено у пословању, али и да захтевају брзу реакцију ако капитал није на прописаном нивоу.⁶⁹⁹

Надзорник обавља посредну, документарну контролу пословања инвестиционих друштава, проверавајући да ли друштва поштују одредбе закона, подзаконских аката, одлуке надлежних органа, стандарде пословне праксе, али и проверава да ли друштва примењују одговарајуће поступке за идентификовање, мерење, праћење и управљање ризицима. Међу кључним циљевима превентивног регулисања инвестиционих друштава јесте неопходност обезбеђења сигурног и поштеног пословања не само друштава, него и целокупног финансијског система.⁷⁰⁰ Првобитно је у надлежности надзорника било да установи да ли је пословање трговаца вредносницама усклађено са законом, а пре свега да ли поседују потребан минимални капитал за покриће ризика. Како се временом повећавао обим и сложеност послова трговаца вредносницама, тако се и ширила надлежност надзорника.⁷⁰¹

⁶⁹⁸ М. Љубић, 213.

⁶⁹⁹ В. Матић, “Базел II – стуб 2 – супервизорски надзор”, 168, Basel Committee on Banking Supervision, Core Principles for Effective Banking Supervision, Bank for International Settlements, October 2006, 1-7.

⁷⁰⁰ Т. Јованић, 152.

⁷⁰¹ Према *Mishkin*-у постоје чак девет облика превентивне контроле: 1) рестрикције у погледу средстава и активности; 2) раздвајање банкарства од осталих финансијских сектора – брокерско-дилерска друштва, осигурање; 3) ограничења конкуренције; 4) капитални захтеви; 5) премија осигурања депозита заснована на ризику; 6) захтеви у погледу објављивања; 7) издавање дозволе; 8) контрола банака; 9) контрола versus регулација. F.S. Mishkin, “Prudential Supervision: Why It Is Important and What Are the Issues?”, *Prudential Supervision What Works and What Doesn't* (ed. F.S. Mishkin), The University of Chicago Press, Chicago – London 2001, 8.

Надгледање финансијског тржишта разликује се према врсти регулаторних институција. Разлике су условљене нивоом развијености финансијског тржишта, али и историјским наслеђем. Постоје три модела регулације и надзора.

Институционална регулација односи си се на различите секторе финансијског тржишта: банкарство, брокерско-дилерска друштва, инвеститоре, осигурање, при чему сваки од поменутих сектора регулише и надзире посебна институција: централна емисиона банка, комисија за вредноснице, министарство финансија итд. Финансијске институције обављају надзор кроз контролу уласка и изласка учесника са тржишта, али и спровођењем надзора над пословањем учесника. Као предност се истиче специјализација регулаторних надлежности, док се као главни недостатак истиче неприлагођеност савременим тенденцијама концентрације пословања и формирање великих финансијских институција, тзв. мултисервисних финансијских институција.⁷⁰² Као пример можемо навести финансијско тржиште САД-а, где чак две институције регулишу емисију и промет хартија од вредности, четири банкарство, док осигурање потпада под надлежност федералних држава.

Јединствена регулација односи се на целокупно финансијско тржиште и све финансијске посреднике, неовисно у ком сектору тржишта послују. У овом моделу једна институција контролише све. Као предност истиче се значајна уштеда и смањење трошкова, као и свеобухватнија контрола тржишних ризика, док се као недостатак наводи сложена контрола од стране представничких органа и бирократске злоупотребе. Овај модел први пут је инаугурисан у нордијским земљама (1988-1991), док је најпознатији представник британска Управа за финансијске услуге (*Financial Services Authority – FSA*).

Функционална регулација је посебно усмерена на системску заштиту, а превасходно на заштиту клијената. Према овом моделу једна институција обавља превентивну контролу, док друга контролу обављања послова са клијентима. Овај модел надзора примењује се у Аустралији још од 1998. године.⁷⁰³

Када је у питању регулација и контрола домаћег финансијског тржишта, запажа се да је то комбиновани модел, у чијој основи преовладава модел институционалне регулације са елементима јединствене и функционалне регулације. Тако је Народна

⁷⁰² Б. Васиљевић, М. Делић, “Регулација финансијског тржишта”, 473.

⁷⁰³ *Ibid.*, 474.

банка Србије овлашћена да контролише банке и друге финансијске организације, али и правна лица која су са банком, која је предмет контроле, повезана имовинским, управљачким или пословним односима. Народна банка Србије издаје дозволе за рад банкама, предузима низ мера у поступку контроле пословања банака од обављања увида у пословне књиге и документацију, уручивања писмених опомена, налогодавних писама, до увођење принудне управе и одузимање дозволе за рад.⁷⁰⁴ Комисија за хартије од вредности обавља контролу брокерско-дилерских друштава, овлашћених банака, кастоди банака, инвестиционих фондова и друштава за управљање. Комисија издаје и одузима дозволе за рад брокерско-дилерским друштвима, проверава законитост и правилност пословања учесника на тржишту, спроводи истраге, предузима управне мере.⁷⁰⁵

У циљу смањења ризика са којима се суочавају учесници на тржишту, микропревентивни приступ наводи неколико захтева: 1) повећање минималног капитала, као обезбеђење за преузимање ризика у трговини хартијама од вредности; 2) формирање капиталних стандарда прилагођених цикличном кретању тржишта; 3) примена високих стандарда ликвидности, како би се избегла неликвидност у тренуцима кризе; 4) консолидована контрола пословања финансијских конгломерата; 5) промена начина обављања контроле над пословањем учесника на тржишту, од тзв. контроле засноване на принципима, до конзистентније, ригорозније контроле, која пре свега мора имати превентиван карактер.⁷⁰⁶

10.2 Системски ризик

Слабости у управљању ризицима инвестиционих друштава могу допринети претераном и неразумном преузимању ризика у финансијском сектору. Даље, то може

⁷⁰⁴ У научним круговима, неретко се расправљало да ли контролу банака треба или не да спроводи централна банка. Преовладало је мишљење да у земљама у транзицији интеграција контроле банака у централној банци пружа надзорницима боље услове за оспособљавање, повољније окружење, независност. У земљама у окружењу, али и у другим европским земљама попут Шпаније, Италије, Чешке и Словачке, контрола банака је у надлежности централних банака. У Аустрији контролу банака обавља правно лице образовано законом, док у Мађарској контролу спроводи Мађарска финансијска контролна агенција, која је основана 1999. године и под надзором је министарства финансија. Љ. Вељић, 980-982.

⁷⁰⁵ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 219-220.

⁷⁰⁶ Б. Васиљевић, М. Делић, “Финансијска криза и регулација”, 241.

довести до пропасти појединих инвестиционих друштава и системских проблема како у границама једне државе, тако и на глобалном нивоу. Управо из те међуповезаности и заједничке изложености појединачних инвестиционих друштава произилази системски ризик. Системски ризик претпоставља вишеструку повезаност свих учесника на тржишту капитала. Ова повезаност за резултат може имати олакшано преношење финансијске нестабилности са једног националног финансијског тржишта на друга кроз: 1) финансијске токове – тешкоће ликвидности једног трговца вредносницама могу проузроковати неликвидност других трговаца, којима они дугују, 2) психолошке факторе, углавном везане за страх клијената (инвеститора) од будућих кретања на тржишту, као и неповерење у нормално функционисање финансијског тржишта.⁷⁰⁷

Системски ризик можемо дефинисати као ризик од поремећаја у пружању финансијских услуга трговаца вредносницама, који је изазван проблемом у читавом финансијском систему или његовом делу и који има могућност да остави озбиљне негативне последице на реални сектор. Први део наведене дефиниције подразумева да је одређени део финансијских услуга тренутно недоступан, или да је трошак пружања тих услуга нагло порастао, независно да ли поремећај има свој извор у самом финансијском систему или је спољњег карактера. Други елемент подразумева негативне последице на реални сектор који се огледа у смањењу привредне активности. Потребно је да се кумулативно испуне оба услова, како бисмо имали системски ризик.⁷⁰⁸

Насупрот појединачним ризицима (кредитни, тржишни, оперативни), који се ширењем тржишта могу смањити путем диверсификације, секјуритизације итд, системски ризик се са финансијском интеграцијом повећава. Системски ризик представља облик тржишних поремећаја: учесници на финансијском тржишту у процене ризика уграђују само своје појединачне трошкове, а не и друштвене трошкове.⁷⁰⁹

Системски ризик подразумева ризик од поремећаја у финансијском систему, који има потенцијал да проузрокује озбиљне негативне последице за унутрашње тржиште и реалну економију. Све врсте финансијских посредника, тржишта и инфраструктуре

⁷⁰⁷ Р. Радосављевић, 70.

⁷⁰⁸ http://www.nbs.rs/internet/latinica/18/18_4/index.html, 31.05.2015.

⁷⁰⁹ Б. Васиљевић, Р. Радосављевић, 310.

могу у извесној мери бити погођени системским ризиком.⁷¹⁰ Системски ризик јесте ризик који угрожава цео финансијски систем (или бар његов већи део), а према, последицама и целокупну привреду. Овај ризик настаје из специфичног карактера финансијског посредовања које обављају инвестициона друштва – рочне трансформације финансијске активе и пасиве и међусобне повезаности инвестиционих друштава, како узајамним везама у обезбеђивању ликвидности, тако и поверењем инвеститора. Стога се може рећи да је системски ризик концентрисани ризик финансијског сектора.⁷¹¹

Према Вокеру, некадашњем председнику Централне банке САД-а (*Federal Reserve System - FED*), системски ризик се појављује када постоје услови који прете преливањем / ширењем проблема са једне финансијске институције на друге институције и/или тржишта.⁷¹² Суштински, системски ризик представља ризик од настанка јаког системског догађаја. До таквог догађаја могу довести егзогени поремећаји, који се појављују изван финансијског система и ендегени, који долази унутар финансијског система. Системски ризик може се јавити у три основна облика: ризик од преливања / ширења проблема (*contagion risk*), ризик од макро шока и ризик од решавања нагомиланих неравнотежа. Ови појавни облици системског ризика нису међусобно искључиви и могу се појавити независно или повезано.⁷¹³

На системски ризик могу утицати различите околности, које негативно утичу на алокативну функцију финансијског тржишта (асиметричне информације, екстерни

⁷¹⁰ Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, O.J.L 331/2010, Art. 2.

⁷¹¹ Б. Васиљевић, М. Делић, “Финансијска криза и регулација”, 237.

⁷¹² Последњу деценију 20. века обележило је неколико системских криза: 1990 – слом јапанског тржишта; 1994 – промена каматних стопа на америчком тржишту; 1994/95 – криза мексичке валуте; 1995 – криза у Латинској Америци; 1997 – азијска криза; 1998 – руска криза и слом хеџ фонда LTCM; 1999 – криза у Бразилу; 2000 – слом америчког технолошког тржишта; 2001 – аргентинска криза. М. Латковић, 467. Нарочито спектакуларан слом доживео је LTCM – *Long-Term Capital Management*, хеџ фонд у САД-у који је користио стратегије трговања као што је арбитража са фиксним приходом, статистичка арбитража и трговање упареним акцијама, комбиновано са високим леверицом. Након енормног почетног успеха са годишњим приносом од преко 40%, фонд је током 1998. године изгубио 4,6 милијарди долара за мање од четири месеца, након руске финансијске кризе. Фонд је пропао током 2000. године. R. Claessens, “Ideas and initiatives since the collapse of Lehman Brothers”, *Банкарство*, бр.7-8/2009, 14. Велики финансијски колапс доживео је и Јапан, иако једна од водећих земаља на тржишту капитала. Почетком 1997. године, четири највећа брокерско-дилерска друштва *Yamichi Securities*, као и седам највећих брокера *Sanyo Securities*, затворена су услед великих губитака. Финансијски слом се проширио и на остале далекоисточне азијске земље. E. Spanakos, “Harmonization of international adequacy rules for securities firms: an argument to implement the value at risk approach by adopting Basle’s international model methodology”, *Brook. Journal of International Law*, Vol.26, 243.

⁷¹³ В. Врачарић, “Велике финансијске институције и системски ризик”, *Право и привреда*, бр.4-6/2010, 320-321.

ефекти, некомплетна тржишта, шпекулативни мехури) и које за последицу имају циклично кретање ликвидности или кредита на финансијском тржишту и концентрацију ризика у појединим финансијским инструментима или тржиштима, који су високо повезани унутар и изван националних граница.⁷¹⁴

Управо је светска економска криза истакла да системски ризик није изван функционисања финансијских тржишта и да системски ризици нису случајни ефекти неких спољних догађаја, попут пада метеора. Стога Базел III, као и директиве ЕУ, налажу инвестиционим друштвима да обезбеде ваљане резерве и капиталне ублаживаче у добрим временима, како би се могли искористити у лошим временима. На овај начин се ублажава процикличност ризика у финансијском систему, односно временска димензија системског ризика (*Time dimension*). Осим тога, системски ризик има и попречну димензију (*Cross sectional dimension*), која произилази из повезаности инвестиционих друштава, која су из тог разлога осетљива на ширење ризика који погађа друге учеснике на тржишту.⁷¹⁵ Наведена цикличност подразумева у узлазној фази раст толеранције према ризику од стране инвестиционих друштава, задуживања, ликвидности, цена хартија од вредности, при чему је могуће преувеличавање вредности имовине друштава, док у силазној фази имамо обрнути смер, када долази до јачања неизвесности на тржишту, раздуживања, наглог смањења ликвидности друштава, наглог пада цена хартија од вредности и целокупне имовине друштава, што доводи до финансијске кризе.⁷¹⁶

Такође се напомиње да финансијска реформа не може бити успешна, ако се не утиче на смањење системског ризика, а посебно решавање проблема “сувише велики да би пропали” (*too-big-to-fail*). Заштита од системског ризика представља окосницу реформи глобалног регулаторног система, која има за циљ спречавање или ублажавање нових финансијских криза. У циљу ублажавања системског ризика и елиминисању проблема “сувише велике да би пропали” предлаже се неколико приступа за решење проблема: 1) смањење величине великих финансијских институција и ограничење њихових активности; 2) издвајање високо ризичних трговачких и инвестиционих

⁷¹⁴ Б. Васиљевић, Р. Радосављевић, 310.

⁷¹⁵ J. Caruana, “Финансијска стабилност: 10 питања и отприлике седам одговора”, 106.

⁷¹⁶ http://www.nbs.rs/internet/latinica/18/18_4/index.html, 31.05.2015.

активности из великих институција; 3) опстајање великих финансијских институција уз испуњење додатних захтева у погледу структуре капитала и стандарда ликвидности.⁷¹⁷

Директива о адекватности капитала оставља могућност државама чланицама да захтевају од одређених, системски важних инвестиционих друштава да поред ублаживача конзервације капитала и контрацикличног ублаживача капитала обезбеде и заштитни слој за системски ризик. Сврха увођења овог заштитног слоја је спречавање и смањење дугорочних нецикличних системских ризика који би могли имати озбиљне негативне последице на финансијски систем и економију једне земље.⁷¹⁸ Од инвестиционих друштава може се захтевати да одржавају заштитни слој за системски ризик у висини од најмање 1% у оквиру редовног основног капитала.⁷¹⁹

Како би се приступило усвајању предложених решења, претходно је потребно одредити системски важна инвестициона друштва на националном нивоу. У отклањању проблема системски важних инвестиционих друштава предлажемо следећа решења: 1) развијање методологије за одређивање ових друштава; 2) утврђивање додатних капиталних захтева за ова инвестициона друштва, у циљу јачања њиховог капацитета за подношење губитака; 3) креирање посебног режима надзора за ова друштва; 4) развијање посебног режима ефикасног реструктурирања ових друштава, имајући у виду, *inter alia*, њихову величину, обим пословања, повезаност са другим друштвима, укључујући и њихов престанак, уколико њихов престанак не би изазвао негативне последице на финансијски систем земље.

Саму појаву системског ризика је тешко унапред предвидети, посебно због специфичности финансијског тржишта, као мреже међусобно повезаних учесника, сложености финансијских инструмената и изједначавање ризика у различитим сегментима тржишта. Такође, томе доприноси и појава моралног хазарда на тржишту, која се огледа у преузимању ризика који се не може покрити капиталом инвестиционих друштава, нарочито оних са значајним тржишним учешћем.⁷²⁰

⁷¹⁷ В. Врачарић, “Велике финансијске институције и системски ризик”, 324.

⁷¹⁸ Директива о адекватности капитала 2013/36/EУ, чл. 1, тач. 85.

⁷¹⁹ *Ibid.*, чл. 133.

⁷²⁰ Б. Васиљевић, М. Делић, “Финансијска криза и регулација”, 238. J. Selody, “The nature of systemic risk”, *Managing Risk in the Financial System* (eds. J.R. LaBrosse, R. Olivares – Caminal, D. Singh), Edward Elgar, Cheltenham – Northampton 2011, 23-28.

Један од узрока системског ризика јесте и неусклађеност правног режима ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности, што може допринети повећању правне несигурности у овој области. У недостатку јединствених правила, трговци вредносницама су приморани да сами истражују правне системе оних земаља на чијим тржиштима послују, како би установили правна дејства посла располагања вредносницама. У таквој ситуацији може се десити да су правни системи неусклађени, те да правне последице уговореног посла остану неизвесне или погубне за трговце.⁷²¹ Стога се закључује да би хармонизација прописа правног уређења ограничења ризика у пословању трговаца вредносницама допринела не само смањењу системског ризика, већ и повећању стабилности и ефикасности тржишта капитала.

Смањење системског ризика може се постићи превентивним стандардима, контролисањем шпекулативног капитала, спречавањем домино ефекта, диференцијацијом ризика и спречавањем слома тржишта капитала, који може изазвати нестабилност целог финансијског система. У условима учесталих финансијских криза и великих турбуленција, ризици се попут епидемија шире са једног краја света на други, на шта указују бројни примери недавних криза у земљама са наглим развојем финансијског тржишта.⁷²²

И наш законодавац је међу основним циљевима усвајања новог Закона о тржишту капитала истакао смањење системског ризика, чиме се настојало одржати корак са глобалним трендом реформисања регулативе финансијског тржишта, с обзиром да се системском ризику није посвећивало довољно пажње све до избијања финансијске кризе 2007. године.⁷²³

10.3 Институције за спровођење надзора у ЕУ

Глобална финансијска криза, настала током 2007. године, указала је на основне слабости функционисања регулације и пропусте у спровођењу контроле финансијског система како и у финансијским центрима моћи попут САД-а, ЕУ, тако и другим

⁷²¹ М. Радовић, *Банкарски посао депозита хартија од вредности*, 122.

⁷²² М. Јанковић, "Финансијска тржишта и правна одговорност", 275.

⁷²³ Ј. Лабудовић Станковић, 367.

земљама широм света. Криза је посебно погодила поједине чланице ЕУ, а уз кризу јавног дуга, све указује да је финансијска интеграција ЕУ довела до системског ризика, али и да је регулатива недовољна да поменути ризик идентификује, ублажи и елиминише последице по финансијску стабилност. Замах европских финансијских интеграција и јединствено тржиште финансијских услуга су у одређеној мери, услед недостатка робусног надзорног оквира, несвесно допринели преливању кризе на земље чланице ЕУ.⁷²⁴

Регулатива и регулаторне институције нису биле у стању да испрате убрзане промене на финансијском тржишту. Као главна недоследност истиче се глобални карактер финансијских тржишта и међународно обележје већине инвестиционих друштава насупрот надлежностима надзорних органа који су били у домену држава чланица. Јединствено европско тржиште финансијских услуга није имало и јединствену власт за финансијски надзор на нивоу ЕУ.⁷²⁵

Из тог разлога није било могуће спровести ефикасну превентивну контролу и надзор над инвестиционим друштвима са великим обимом прекограничног пословања. Такође, није било ни механизма за рано упозорење на системски ризик, недостајала су правила надзора и контроле за интегрисано тржиште ЕУ. Осим тога, није постојала ни одговарајућа сарадња међу националним регулаторним телима, док координативна тела на нивоу ЕУ (комитети за спровођење надзора над одређеним сегментима тржишта) нису имала у надлежности да доносе прописе за интегрисано тржиште, као ни да спроводе одлуке.⁷²⁶

Препоруке Де Ларозијерове групе усвојене су у европско законодавство, чиме је креирана нова структура надзора и контроле на нивоу ЕУ, која у основи садржи четири елемента: 1) регулисање активности појединих учесника на тржишту (пре свега, системски важних финансијских институција), као и појединих сложених финансијских инструмената; 2) оснивање Европског одбора за системски ризик, као макропревентивног регулатора; 3) оснивање Европског система за финансијски надзор, као микропревентивног регулаторног тела, у чијој је надлежности контрола појединих сегмената јединственог финансијског тржишта; 4) усвајање правила за санирање

⁷²⁴ Д. Момировић, “Нова архитектура регулаторног и надзорног дизајна Европске уније – макро и микро пруденцијални приступ”, *Банкарство*, бр.1/2012, 84.

⁷²⁵ М. Dabrowski, “The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration”, *CASE Network Studies & Analyses*, No.384/2009, 19.

⁷²⁶ Б. Васиљевић, Р. Радосављевић, 311-312.

системски важних инвестиционих друштава која имају потешкоћа у пословању, како би се спречило даље преношење кризе на друге учеснике на тржишту.⁷²⁷ Паралелно са финансијском реформом у ЕУ и у САД је јуна 2009. године, у оквиру предлога за регулаторну реформу, Министарство финансија најавило оснивање Савета за надзор финансијских услуга.⁷²⁸

10.3.1 Европски одбор за системски ризик

Европски одбор за системски ризик (*European Systemic Risk Board – ESRB*) је независна организација, надлежна за вођење макропревентивног надзора у Европској унији. Основни задатак одбора је очување финансијске стабилности у ЕУ применом макропревентивног надзора, као и заштита од системског ризика. Одбор је одговоран за спречавање или ублажавање системског ризика, који може настати развојем финансијског система. Осим тога, објављује анализе и пројекције потенцијалних сценарија на основу макроекономских кретања, како би се утврдила осетљивост система на евентуалне финансијске шокове и избегли периоди финансијских проблема.⁷²⁹

У надлежности Европског одбора за системски ризик су следећи послови: 1) праћење, прикупљање и анализирање свих релевантних информација како би се омогућио ваљан превентивни надзор; 2) идентификовање и систематизовање ризика према приоритетима; 3) издавање упозорења у јавности о свим ризицима који могу бити значајни за нарушавање финансијске стабилности; 4) издавање препорука у циљу

⁷²⁷ Р. Радосављевић, 232.

⁷²⁸ Амерички Савет за надзор финансијских услуга задужен је за надзор системског ризика, тј. за идентификовање насталих ризика, као и недостатака у регулацији, о чему ће обавештавати сва релевантна надзорна тела, која ће предузимати ваљане мере и координисати тим мерама. Савет ће бити овлашћен да тражи периодичне извештаје од било које америчке финансијске компаније, како би проценио степен претњи насталих у финансијским активностима или на финансијским тржиштима у којима учествују те компаније. Такође, Савет може предложити било коју финансијску компанију да се означи као “Финансијска холдинг компанија са првим нивоом капитала”. У питању су финансијске компаније које се сматрају системски важне услед своје величине, међуповезаности, те стога ће бити под окриљем консолидованог надзора од стране ФЕД-а. В. Врачарић, “Велике финансијске институције и системски ризик”, 323.

⁷²⁹ Д. Момировић, “Нова архитектура регулаторног и надзорног дизајна Европске уније – макро и микро пруденцијални приступ”, 88. М. Ојо, Harmonising Basel III and the Dodd Frank Act Through Greater Collaboration Between Standard Setters and National Supervisors, 5, <http://www.ssrn.com/abstract=1991242>, 22.02.2014.

отклањања и ограничавања финансијских проблема; 5) праћење и спровођење издатих упозорења и препорука на опасност од системског ризика; 6) сарадња са Европским системом за финансијски надзор, развијање квантитативних и квалитативних индикатора за идентификовање и мерење системског ризика, обављање стрес тестова; 7) издавање поверљивих упозорења Савету; 8) сарадња са свим међународно значајним финансијским организацијама, попут ММФ, као и другим релевантним телима надлежним за макропревентивни надзор.⁷³⁰

Европски одбор за системски ризик није правно лице, иако је и према Де Ларозијеровом извештају и документима Европске комисије третиран као правно лице. Одбор представља форум за координисање превентивног надзора на нивоу Европске уније. Одбор нема формална овлашћења попут других институција у Европској унији. Улога одбора као надзорника темељи се на “меком приступу” (*soft law*). Његова надлежност своди се на идентификовање системског ризика кроз анализу података добијених од других органа који чине Европски систем за финансијски надзор.⁷³¹ Одбор нема овлашћења за директну примену својих аката, те се мора обратити Савету ЕУ. Одбор је основан под окриљем Европске централне банке, с обзиром на њену стручност и на челу одбора је председник Банке, који ће председавати одбором првих пет година по његовом оснивању.⁷³²

Европски одбор за системски ризик има сложену унутрашњу структуру, коју чини неколико тела. Главни одбор (*General Board*) установљава правила и процедуре, како би Одбор могао да извршава неопходне одлуке при обављању својих задатака. Управни одбор (*Steering Committee*) припрема седнице главног одбора, припрема документа о којима ће се дискутовати, прати остварени напредак Одбора у текућим активностима. Саветодавни научни одбор (*Advisory Scientific Committee*) пружа научне савете, док Саветодавни технички одбор (*Advisory Technical Committee*) пружа техничке савете. Особље Секретаријата обезбеђује Европска централна банка и оно је

⁷³⁰ Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, O.J.L 331/2010, Art. 3.

⁷³¹ D. de Sousa e Alvim, “A new European system of financial supervision and crisis management”, *Asia-Pacific Journal for EU Studies*, Vol.9, No.1/2011, 16-17.

⁷³² Р. Радосављевић, 234.

задужено за спровођење свакодневних послова (нпр. прикупљање, процесуирање и анализирање информација).⁷³³

На основу претходно изложеног, може се закључити да оснивање Европског одбора за системски ризик, оснивање стабилизационих фондова, прихватање правила везаних за макро и микро превентивну регулативу, усвајање правила о буџетској дисциплини и координацији економске политике могу допринети решавању проблема системског ризика, као и спречавању, или макар ублажавању нових финансијских криза у ЕУ, а и шире.⁷³⁴

10.3.2 Европски систем за финансијски надзор

Европски систем за финансијски надзор (*European System of Financial Supervisors – ESFS*) представља интегрисани систем Европског система финансијског надзора. Европски систем се састоји од мреже националних финансијских надзорника који узајамно сарађују са Европском надзорном управом (*European Supervisory Authorities – ESA*) у циљу јачања одговорности, комбинујући национално заснован надзор над финансијским учесницима са одређеним задацима на нивоу ЕУ. Основна сврха Европског система за финансијски надзор је да допринесе хармонизацији правила и омогући кохерентнији надзор над учесницима на финансијском тржишту.⁷³⁵

Међу главним циљевима оснивања Европског система за финансијски надзор истиче се: постизање поверења у финансијски систем; допринос развоју јединствених прописа; решавање проблема прекограничног пословања инвестиционих друштава; ограничавање и спречавање нагомилавања ризика који угрожавају стабилност целокупног финансијског система.

Европски систем за финансијски надзор састоји се од три микропревентивне управе за надгледање финансијских институција: 1) Европска управа за банкарство (*European Banking Authority - EBA*); 2) Европска управа за осигурање и пензијске фондове

⁷³³ D. de Sousa e Alvim, 17.

⁷³⁴ Б. Васиљевић, Р. Радосављевић, 315.

⁷³⁵ Д. Момировић, “Макропруденцијалне перспективе и нови изазови за централне банке”, *Финансије*, бр.1-6/2010, 277.

(*European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA*); 3) Европска управа за хартије од вредности и тржишта (*European Securities and Markets Authority - ESMA*). Осим ове три управе, постоји и Заједнички комитет европских надзорних управа (*Joint Committee of the European Supervisory Authorities - JCESA*), као координатор Европске надзорне управе и надлежни надзорни органи у државама чланицама ЕУ.⁷³⁶

Заједнички комитет европских надзорних управа основан је како би обезбедио форум у оквиру којег ће ЕСА сарађивати на промовисању међусекторске конзистентности рада и заједничких позиција где год је то могуће: надзор над финансијским конгломератима, рачуноводство и ревизија, међусекторски развој, микропревентивне анализе, мере у спречавању прања новца, као и размена информација са Европским одбором за системски ризик.⁷³⁷

Претходно наведене три микропревентивне управе замењују три постојећа Ламфалусијева комитета (*Lamfalussy committees*). Сходно томе, оснивање нових надзорних управа треба посматрати као следећи корак у даљем унапређењу сарадње између националних надзорних органа, а не као централизован надзорни орган. У принципу, свака од три надзорне управе има следеће одговорности да: успостави јединствени сет усаглашених правила; обезбеди доследну примену правила ЕУ; управља смањењем неслагања између националних надзорника, укључујући и поступак поравнања; издаје препоруке уколико постоји очигледно кршење закона ЕУ; креира заједничку надзорну културу и конзистентну надзорну праксу; поседује пуна надзорна овлашћења за поједине специфичне субјекте; обезбеди координиран одговор у кризним ситуацијама; прикупља микропревентивне информације.⁷³⁸

Европска управа за банкарство преузела је све постојеће обавезе од Комитета европских банкарских надзорника (*Committee of European Banking Supervisors - CEBS*) у циљу унапређења функционисања јединственог тржишта ЕУ и пружању ефективнијег, поузданијег и конзистентнијег нивоа регулације и надзора у оквиру своје надлежности, као и заштите јавног интереса. Задаци Европске управе за банкарство јесу: јачање међународне координације надзора, спречавање регулаторне арбитраже, промовисању једнаких услова тржишне утакмице, обезбеђење да преузимање

⁷³⁶ G.J. Schinasi, "Financial-Stability Challenges in European Emerging-Market Countries", *Policy Research Working Paper*, The World Bank, No.5773/2011, 18.

⁷³⁷ Д. Момировић, "Нова архитектура регулаторног и надзорног дизајна Европске уније – макро и микро пруденцијални приступ", 96.

⁷³⁸ G.J. Schinasi, 19.

кредитног и осталих ризика буде пажљиво регулисано и контролисано, појачана заштита депонената, инвеститора и осталих корисника финансијских услуга.⁷³⁹

Европска управа за осигурање и пензијске фондове преузела је све текуће послове од Европског комитета надзорника за осигурање и пензије (*Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors - CEIOPS*). Циљ управе је да обезбеди: целовито, транспарентно и уредно функционисање финансијског тржишта; преузимање ризика у вези са осигурањем, реосигурањем уређује и надзире на одговарајући начин; побољшану заштиту осигураника, пензијских схема и осталих корисника услуга.⁷⁴⁰

Европска управа за хартије од вредности и тржишта преузела је све текуће послове од некадашњег Европског комитета за регулисање хартија од вредности (*Committee of European Securities Regulators - CESR*). Ова надзорна управа надлежна је за доследну примену усвојених правила, подстицање конвергенције у области надзора између националних надзорних тела за хартије од вредности, саопштавање мишљења Европском парламенту, Савету и Комисији, спровођењу економских анализа тржишта, а посебну пажњу посвећује идентификовању системског ризика.⁷⁴¹

Надзорне управе су одговорне Европском парламенту и Савету. Имају статус правног лица и административну и финансијску аутономију. Управљачку структуру чини Одбор надзорника који је главни орган и он доноси одлуке. Управа је састављена од шефова релевантних националних надзорних органа из сваке државе чланице, са правом гласа.⁷⁴²

⁷³⁹ Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC, Art. 1.

⁷⁴⁰ Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC, Art. 1.

⁷⁴¹ Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC, Art. 1.

⁷⁴² Д. Момировић, “Нова архитектура регулаторног и надзорног дизајна Европске уније – макро и микро пруденцијални приступ”, 100.

10.4 Спровођење надзора на тржишту капитала Србије

У Републици Србији надзор над пословањем трговаца хартијама од вредности обавља Комисија за хартије од вредности. Комисија је самостална стручна организација са својством правног лица и јавним овлашћењима. Комисија је надлежна за спровођење примене закона у трговини хартијама од вредности и обављање надзора над учесницима на тржишту, стога је орган званичног надзора.⁷⁴³

Надзор Комисије над трговцима хартијама од вредности заснива се на процени ризика која подразумева непосредну контролу, посебно оних трговаца који представљају највећи системски ризик у смислу обима и врсте инвестиционих услуга и активности које пружају, односно обављају. У том случају, Комисија је обавезна да спроведе најмање једном годишње непосредну контролу свих трговаца вредносницама.⁷⁴⁴

Надзор над пословањем трговаца вредносницама Комисија врши: по сопственој иницијативи, на иницијативу члана Комисије, на захтев надлежног државног органа, страног регулаторног органа и на предлог заинтересованих лица (власника хартија од вредности, потенцијалних инвеститора у хартије од вредности, других учесника на финансијском тржишту).⁷⁴⁵

Комисија за хартије од вредности може вршити надзор на два начина: 1) непосредно – увидом у исправе и узимањем изјава у просторијама инвестиционих друштава; и 2) посредно – разматрањем извештаја и других информација које јој достављају инвестициона друштва. Обим активности на лицу места и методе које се спроводе, одређују врсту надзора. Осим разлика у приступу и техникама надзора, кључна одредница врсте и сврхе надзора је имају ли за циљ само заштиту тржишта капитала, односно очување финансијске стабилности или се од Комисије очекује и да штите интересе клијената, улагача.⁷⁴⁶

⁷⁴³ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 217. Више о оснивању и правном положају Комисије видети: В. Дугалић, М. Штимац, 107-108, Н. Јовановић, “Положај надзорне власти у пословању вредносницама код нас и у окружењу”, *Право и привреда*, бр.5-8/2001, 292-301.

⁷⁴⁴ ЗТК, чл. 203, ст. 2.

⁷⁴⁵ Правилник о условима и начину спровођења надзора над пословањем учесника на финансијском тржишту, *Службени гласник РС*, бр.31/2011, чл. 5.

⁷⁴⁶ Н. V. Greuning, С. Брајовић Братановић, 309.

Непосредан надзор представља истрагу коју спроводе инспектори Комисије за хартије од вредности, изласком на тржиште. Испитивање на лицу места требало би да омогући инспекторима Комисије да процене исправност података о примерености капитала, ликвидности, великим изложеностима одређеног трговца вредносницама, стручности управе, као и политике и процедуре за управљање ризицима. Од инспектора се очекује да открију узроке проблема одређеног трговца вредносницама, али и да се побрину да се проблеми реше превентивним радњама које могу смањити вероватноћу њиховог понављања.⁷⁴⁷ Приликом непосредног испитивања, инспектори Комисије полазе од процене циљева и политика везаних за управљање ризицима, смерница управе, као и делотворности метода употребљених за мерење, праћење и контролу ризика. Сврха инспекцијског надзора је да се утврди да ли постоје повреде прописа у ограничењу ризика у пословању трговаца вредносницама и уколико постоје да се натерају да их благовремено отклоне. Уколико трговци вредносницама не предузму мере за отклањање неправилности, Комисија ће им изрећи једну или више управних мера.⁷⁴⁸ Комисија може наложити трговцима следеће мере: смањење изложености ризицима, ограничење обима делатности, односно престанак обављања делатности које представљају претеран ризик за њихово пословање, ограничење или забрану исплате дивиденди акционарима, односно добит члановима управе, усвајање плана опоравка, докапитализацију и сл. Осим наведених мера, Комисија је дужна да одреди и рокове у којима су трговци вредносницама обавезни да отклоне неправилности, а који не могу бити дужи од шест месеци.⁷⁴⁹

Непосредан надзор Комисија обавља увидом у општа акта, пословне књиге, изводе са рачуна, преписку и друге документе, укључујући и електронске медије и остале податке које су инвестициона друштва обавезна да воде и достављају Комисији. Такође Комисија узима изјаве од одговорних лица, руководиоца и осталих запослених у инвестиционом друштву, као и од других лица која имају сазнања од интереса за надзор. Инвестициона друштва су обавезна да на захтев инспектора Комисије предају пословну документацију, евиденцију о телефонским позивима и другим облицима кореспонденције.⁷⁵⁰

⁷⁴⁷ *Ibid.*, 312.

⁷⁴⁸ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 223-224.

⁷⁴⁹ ЗТК, чл. 204, ст. 2.

⁷⁵⁰ ЗТК, чл. 267. Поменута одредба је противуставна, с обзиром да се њоме повређује право на приватност. Из тог разлога, инспектори Комисије је не примењују у пракси.

Поступак посредног надзора омогућава рано упозорење на проблеме у пословању трговаца вредносницама. Такође, помаже утврђивању приоритета Комисије приликом коришћења оскудних надзорних ресурса на подручјима или активностима под највећим ризиком.⁷⁵¹ Посредан надзор Комисија обавља разматрањем извештаја, које су трговци вредносницама обавезни да јој доставе по закону или на њен захтев. Трговци вредносницама су дужни да доставе Комисији податке о примерености капитала, ликвидности, концентрацији и великим изложеностима, профитабилности, оствареним зарадама. Осим тога, Комисија може наложити трговцима да јој достављају додатне податке, нпр. извештаје о ликвидности недељно или месечно, извештаје о изложености ризицима једном месечно или чешће, податке о класификацији активе и сл. Посредан надзор Комисија може извршити и преко својих службеника, стручних за питање у предмету надзора, а не само преко инспектора. У циљу провере података од интереса за надзор, а у питањима за које није стручна, Комисија може ангажовати стручно лице ради добијања стручног налаза и мишљења (нпр. аналитичари, ревизори, вештаци).⁷⁵² На основу прикупљених података о пословању трговаца вредносницама, Комисија спроводи анализу садашњих финансијских извештаја појединог трговца и упоређује их са историјским подацима и са резултатима упоредних трендова како би се проценило финансијско стање појединог трговца. Обрадом и тумачењем прикупљених података могу се препознати постојећи или надлазећи проблеми у пословању трговаца.

Иако посредан надзор омогућава Комисији да редовно прати финансијско стање и изложеност ризицима одређеног трговца вредносницама, он има и одређена ограничења. Та ограничења су: 1) употребљивост финансијских података зависи од квалитета унутрашњег информационог система појединог трговца вредносницама; 2) финансијски извештаји имају стандардизован формат који не може благовремено обухватити нове врсте ризика или нове пословне активности трговца; 3) извештаји не могу доследно пренети све чиниоце који утичу на управљање ризицима, као што су састав управе, политике, процедуре и стратегије управљања ризицима.⁷⁵³

У случају утврђених повреда прописа о ограничењима ризика у пословању трговаца у току спровођења надзора (нпр. претерана изложеност ризицима, неваљано

⁷⁵¹ H.V. Greuning, С. Брајовић Братановић, 309.

⁷⁵² Н. Јовановић, *Берзанско право*, 223.

⁷⁵³ H.V. Greuning, С. Брајовић Братановић, 311.

управљање ризицима, неликвидност трговаца и сл.), Комисија ће решењем наложити предузимање мера и активности ради успостављања законитости и правилног пословања. О предузетим мерама, Комисија обавештава регулисано тржиште, МТП, Централни регистар, Народну банку Србије и кредитну институцију када је то неопходно.⁷⁵⁴

Законом је по први пут предвиђено да Комисија може обавити надзор у скраћеном поступку, у хитним случајевима, када су чињенице већ утврђене. Међутим, недостатак је тај што законодавац није уредио скраћени поступак, при чему није јасно у чему је његово скраћење, с обзиром да није одређено која фаза редовног поступка надзора изостаје. Уколико се мислило да Комисија има право да изрекне меру трговцу вредносницама без претходне истраге и саслушања, то би представљало повреду уставом загарантованог права на одбрану, услед чега би Комисија могла да одговара за штету у поступку по уставној жалби пред Уставним судом, а и Република Србија пред Судом за људска права Савета Европе.⁷⁵⁵

У спровођењу надзора над трговцима вредносницама, Комисија води управни поступак, примењујући Закон о општем управном поступку, уколико законом није другачије одређено. Поступак је једностепен, те су решења Комисије коначна, а против њих се може покренути управни спор.⁷⁵⁶

Спровођење контроле и надзора над пословањем овлашћене банке као брокерско-дилерског друштва, такође потпада под надлежност Комисије за хартије од вредности. Уколико Комисија установи неправилности у пословању са хартијама од вредности, може изрећи овлашћеној банци мере ради њиховог отклањања: одузимање сагласности за именовање директора, односно чланове одбора директора; забранити обављање појединих послова; блокирати рачуне овлашћеној банци, као и располагање вредносницама и новчаним средствима који се воде на тим рачунима; привремено забранити исплату дивиденди акционарима банке и члановима одбора; изрицање јавне опомене.⁷⁵⁷ Решење о изрицању мера мора се доставити Народној банци Србије, која се не сме мешати у надлежност Комисијине контроле над огранком овлашћене банке за

⁷⁵⁴ ЗТК, чл. 265-275, Правилник о условима и начину спровођења надзора над пословањем учесника на финансијском тржишту, чл. 13-32.

⁷⁵⁵ Н. Јовановић, "Нови законодавни мућак Србије у MiFID окружењу", 282.

⁷⁵⁶ М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, 62-63, В. Дугалић, М. Штимац, 112.

⁷⁵⁷ Н. Цицмил, "Овлашћена банка и Кастоди банка као учесници на тржишту хартија од вредности", *Правни живот*, бр.10/2005, 1187-1193.

трговину хартијама од вредности. Такође, Комисија може забранити овлашћеној банци пословање хартијама од вредности, док јој не може забранити пружање осталих банкарских услуга на тржишту новца, с обзиром да у том сегменту банка потпада под надлежност Народне банке Србије.⁷⁵⁸

Уколико у поступку надзора над брокерско-дилерским друштвом, односно овлашћеном банком, Комисија утврди повреду прописа о ограничењу пословања може наложити отклањање неправилности у одређеном року и изрећи једну или више управних мера: 1) јавну опомену; 2) привремену забрану обављања појединих или свих послова и са њима повезаних помоћних послова, у трајању од највише 60 радних дана; 3) забрану примања налога клијената у пословним просторијама инвестиционог друштва; 4) привремену забрану располагања средствима с новчаних рачуна, рачуна хартија од вредности и другом имовином у трајању до три месеца; 5) привремену забрану држања и располагања финансијским инструментима и новчаним средствима клијената; 6) друге мере и санкције подобне за отклањање повреде прописа.⁷⁵⁹ Уколико инвестиционо друштво не поступи по налозима Комисије и не отклони неправилности у свом пословању у предвиђеном року, Комисија може решењем привремено, на период од две године, или трајно одузети дозволу за обављање делатности том инвестиционом друштву.⁷⁶⁰

Комисија је овлашћена да изрекне трговцима вредносницама све мере и санкције прописане законом, како би се осигурало законито и уредно трговање финансијским инструментима, заштитили интереси инвеститора, обезбедило праведно, ефикасно и транспарентно тржиште капитала и смањио системски ризик на тржишту капитала, као и да у случају утврђених незаконитости и неправилности подноси одговарајуће пријаве и захтеве.⁷⁶¹ Новина Закона о тржишту капитала је да Комисија може изрећи новчану казну трговцима вредносницама, као и члановима управе, услед повреде прописа о ограничењу ризика у пословању, која не може бити мања од 1% ни већа од 5% прописаног минималног капитала према последњем финансијском извештају, односно не може бити мања од једне зараде а ни већа од збира дванаест зарада које члан управе трговца вредносницама примио у периоду од дванаест месеци пре дана доношења решења. Тиме се после више од две деценије проширује лепеза санкција које Комисија

⁷⁵⁸ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 140.

⁷⁵⁹ ЗТК, чл. 205.

⁷⁶⁰ ЗТК, чл. 207, ст. 1, тач. 5.

⁷⁶¹ ЗТК, чл. 203, ст. 1.

може користити у вршењу својих надлежности, што је у складу са упоредном праксом. Имајући у виду да законодавац прописује релативно широк распон у којем се новчане казне могу изрећи, битно је да Комисија буде доследна у изрицању истих санкција у истоветним ситуацијама, како би се обезбедила равноправност свих учесника на тржишту вредносница.⁷⁶²

Уколико трговац вредносницама отклони повреде прописа о ограничењима у пословању, обавезан је да обавести Комисију и да јој поднесе доказе о томе. Ако Комисија својом провером установи да је трговац отклонио повреде прописа о ограничењу ризика у пословању, укинуће му изречену меру. Међутим, уколико трговац вредносницама ни на основу писменог решења не отклони неправилности, Комисија ће му изрећи оштрију меру од претходне, укључујући и новчану казну.⁷⁶³ Комисија ће казнити за прекршај трговце вредносницама новчаном казном у износу од 100.000 до 2.000.000 динара уколико: повреде правила о примерености капитала, управљању ризицима и ликвидности; не примењују процедуре и поступке за управљање ризицима; прекораче дозвољене границе изложености ризику.⁷⁶⁴

10.5 Тржишна дисциплина

Базелски комитет је увођењем стуба 3 у Базел II заокружио концепт примерености капитала инвестиционих друштава у погледу најважнијих компоненти: квантитативни стандарди (стуб 1), супервизорски надзор (стуб 2) и транспарентност процеса управљања ризицима и утврђивања примерености капитала (стуб 3). Стуб 3 – Тржишна дисциплина, обавезује инвестициона друштва да објављују висину капиталних трошкова, као и процедуре и механизме за контролу ризика. Тиме захтеви за примереношћу капитала, осим што су предмет регулације од стране националних надзорних тела, постају и фактор тржишне дисциплине.⁷⁶⁵ Ваљано обелодањивање података и транспарентност инвестиционих друштава треба да информише

⁷⁶² Д. Миловановић, “Нова решења предлога Закона о тржишту капитала” *Право и привреда*, бр.4-6/2011, 572.

⁷⁶³ Н. Јовановић, *Берзанско право*, 224-225.

⁷⁶⁴ ЗТК, чл. 293, ст. 1, тач. 15-18.

⁷⁶⁵ В. Матић, “Базел II – стуб 3 – тржишна дисциплина”, *Банкарство*, бр.11-12/2010, 124.

потенцијалне инвеститоре, како би могли донети одговарајуће одлуке. Закључује се да тржишна дисциплина представља основу протекционистичке регулативе.⁷⁶⁶

Bliss и *Flannery* разликују два аспекта тржишне дисциплине: 1) мониторинг – у таквој ситуацији инвеститори су у стању да тачно увиде промене у условима пословања инвестиционог друштва и да промтно уграде ове процене у цене хартија од вредности друштва; 2) утицај у којој пад цена хартија од вредности обавезује руководство инвестиционог друштва да реагује спречавањем даљих негативних шокова.⁷⁶⁷

Приступ Базелског комитета односи се на јачање тржишне дисциплине предлагањем сета захтева и препорука у погледу праксе објављивања за међународно активне банке и брокерско-дилерска друштва. Међутим, иако је транспарентност неопходан услов за ефикасну тржишну дисциплину, ништа не може гарантовати да је то и довољно. Сматра се да ће захтеви постављени у оквиру трећег стуба имати позитиван учинак на пословање инвестиционих друштава, само ако учесници на тржишту понашају на начин конзистентан финансијској стабилности. Иначе сам концепт тржишне дисциплине је новијег датума. Први пут се расправљало о значају тржишне дисциплине у САД-у, почетком осамдесетих година 20. века, у предлогу *Mandatory Subordinated Debt Policy*.⁷⁶⁸

Како би се осигурала свеобухватна тржишна дисциплина пожељно је да надлежна надзорна тела објављују информације које се односе на пословање инвестиционих друштава. Већа транспарентност у вези са пословањем инвестиционих друштава, а посебно у вези са оствареном добити, плаћеним порезима и примљеним субвенцијама нужен је предуслов за поновно придобијање поверења инвеститора у финансијски сектор.⁷⁶⁹

Базелски комитет је свестан да надзорници имају на располагању различита овлашћења како би остварили захтеве у погледу обелодањивања. Тржишна дисциплина може допринети здравом и сигурном инвестиционом окружењу, а надзорници могу захтевати од учесника да послују на сигуран и безбедан начин, објављујући

⁷⁶⁶ N. Moloney, 540.

⁷⁶⁷ F.S. Mishkin, 18-19.

⁷⁶⁸ A. Pop, Market Discipline in International Banking Regulation: Keeping the Playing Field Level, January 2005, 2, <http://www.ssrn.com/abstract-id646582>, 19.02.2014.

⁷⁶⁹ Директива о адекватности капитала 2013/36/EУ, чл. 1, тач. 46-52.

информације о свом пословању. Алтернативно, надзорници могу захтевати од инвестиционих друштава да објављују податке у регуларним извештајима. Такође, постоје бројни механизми које надзорници могу употребљавати, при чему се разликују од једне до друге земље и крећу се од убеђивања, кроз дијалог са управом инвестиционог друштва, до изрицања опомене или новчане казне. Природа коришћених мера зависиће од законских овлашћења надзорника и озбиљности недостатака у објављивању.⁷⁷⁰

Инвестициона друштва су обавезна да објављују следеће податке: 1) усвојене политике и циљеве управе, одвојено за сваку категорију ризика којима је друштво изложено, укључујући стратегије, процесе и извештаје; 2) одређене рачуноводствене податке у вези примерености капитала; 3) детаљан приказ израчунавања капитала друштва; 4) податке о изложености кредитном, тржишном и оперативном ризику.⁷⁷¹ Инвестициона друштва су такође дужна да објаве изјаву коју је одобрила управа о примерености предложених решења за управљање ризиком којом се гарантује да су поступци управљања ризиком ваљани и примерени с обзиром на профил и стратегију друштва.

Осим наведеног, инвестициона друштва су обавезна да најмање једном годишње објаве податке у вези са саставом управе: 1) број директорских места на којима се налазе чланови управе; 2) политику запошљавања за избор чланова управе, те њихово стварно знање, способности и стручност; 3) политику разноврсности при избору чланова управе, њену сврху и све релевантне циљеве политике, као и меру у којој су циљеви остварени; 4) уколико је друштво основало посебан одбор за ризике, колико је пута тај одбор заседао; 5) опис тока информација о ризику до управе.⁷⁷²

Стуб 3 не захтева да обелодањени подаци буду саставни део финансијских извештаја, те се могу објавити на било који начин који је доступан, тј на “одговарајући медијум”. У пракси то значи да ће велика инвестициона друштва објављивати податке на својим интернет страницама. Још једна значајна новина је да објављени подаци нису предмет ревизије и није неопходно да буду презентовани јавности истовремено са годишњим финансијским извештајима друштва. Према стубу 3 податке је потребно

⁷⁷⁰ Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Bank for International Measurement, June 2004, 175.

⁷⁷¹ C. Proctor, 135.

⁷⁷² Уредба о капиталним захтевима 575/2013, чл. 435.

објављивати најмање једанпут годишње, осим уколико национална регулаторна тела не процене да је пожељно учесталије објављивање података.⁷⁷³ Као меродаван критеријум одређивања учесталости објављивања узима се величина и ризични профил инвестиционог друштва, обим пословања, укљученост у друге финансијске секторе, присуство на међународним финансијским тржиштима. За мања инвестициона друштва са стабилним ризичним профилем, прихватљиво је годишње извештавање. Међународно активна друштва, услед растуће осетљивости на ризике, поједине податке морају објављивати квартално. Чланови управе друштва би требало да користе своје дискреционо право приликом одређивања одговарајућег медија и локације за објављивање, у зависности од врсте објављивања – да ли се она раде у оквиру захтева које постављају рачуноводствени стандарди или неки други.⁷⁷⁴

У српском праву, Комисија за хартије од вредности прописује садржину и форму месечних извештаја која су друштва дужна да јој подносе, и то најкасније 15 дана по завршетку месеца за који се извештај подноси. У овом извештају брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке су дужна да прикажу усклађеност пословања са захтевима у погледу капитала, примерености капитала, као и изложености ризицима. Осим месечних извештаја, инвестициона друштва су дужна да подносе годишње финансијске извештаје и извештај независног ревизора, у року који не може бити краћи од 60 дана нити дужи од 120 дана од последњег дана пословне године. Посебно је значајан извештај независног ревизора који приказује адекватност механизма унутрашње контроле инвестиционог друштва, рачуноводствене процедуре за одређивање примерености капитала, управљање изложеношћу ризицима, наводећи све битније слабости унутрашње контроле и процедура.⁷⁷⁵

Базелски комитет и директиве ЕУ предвиђају да инвестициона друштва с времена не време не објављују поједине податке из разлога комерцијалне поверљивости. Међутим, не постоје формална правила која би оправдала изостанак таквих информација, што указује да ће се у пракси регулаторни органи бавити од случаја до случаја.⁷⁷⁶

⁷⁷³ S. Gleeson, 350-352.

⁷⁷⁴ В. Матић, “Базел II – стуб 3 – тржишна дисциплина”, 126.

⁷⁷⁵ ЗТК, чл. 201.

⁷⁷⁶ S. Gleeson, 351.

Тржиште капитала не може добро функционисати без транспарентности, упрежање тржишта да ради у интересу учесника је нужност, а не избор. Другим речима, предуслов за тржишну дисциплину је убрзано ширење информација од стране регулатора и што је још важније, учесници тржишта благовремено треба да располажу информацијама попут изложености ризицима, примерености капитала и сл. С друге стране, објављивање информација може имати и негативне последице: повлачење средстава у случају лоших вести или изненађења. Тај ризик постоји, али потребно је пронаћи компромис у начину понашања инвестиционих друштава услед повишених трошкова изазваних обелодањивањем пословања. Објављивање информација треба да допринесе стабилности и сигурности инвестиционих друштава, као и смањењу ризика.⁷⁷⁷

Крајњи циљ тржишне дисциплине је да омогући другим учесницима на тржишту да приступе важним информацијама о инвестиционим друштвима, као што су информације о изложености ризицима, процесу управљања ризицима, ликвидности, примерености капитала. Тиме се омогућава свим заинтересованим учесницима на тржишту да изврше сопствену анализу пословања одређеног инвестиционог друштва. Стално унапређење тржишне дисциплине учесника на финансијском тржишту допринеће сигурности и стабилности целокупног финансијског система.⁷⁷⁸

Тржишна дисциплина није једини инструмент за дисциплиновање брокерско-дилерских друштава и банака, можда није ни најстрожи стуб Базелских споразума. Међутим, може постати ефективан додатак процесу надгледања. Суштински, тржишну дисциплину и регулацију примерености капитала треба третирати као комплементарне механизме у циљу ограничавања ризика у пословању инвестиционих друштава.⁷⁷⁹

⁷⁷⁷ L.H. Meyer, "Supervising Large Complex Banking Organizations Adapting to Change", *Prudential Supervision What Works and What Doesn't* (ed. F.S. Mishkin), The University of Chicago Press, Chicago – London 2001, 100-101.

⁷⁷⁸ М. Љубић, 214-215.

⁷⁷⁹ P. Chalermchatvichien *et al*, "The Effect of Bank Ownership Concentration on Capital Adequacy, Liquidity and Capital Stability", *Journal of Financial Services Research*, No.1/2013, 19.

ДЕО V

ЗАКЉУЧАК

Проучавањем правног режима ограничености ризика у пословању трговаца хартијама од вредности долази се до закључка да има неколико правних елемената. У питању су следећи елементи: 1) изложеност ризицима; 2) ликвидност; 3) примереност капитала; 4) обавезне резерве капитала; 5) управљање ризицима. Повезани у јединствену целину, ови елементи испољавају правни карактер. Не треба заборавити да су поменути елементи истовремено предмет и економских наука и финансија.

Последњих година ограничењу ризика у пословању трговаца хартијама од вредности придаје се све већи значај у домаћој науци, како правној, тако и економској. Ефикасан финансијски систем представља опште добро, те отуда постоји интерес државе да обезбеди стабилност финансијског система, а самим тим и учесника на финансијском тржишту, регулисањем њиховог пословања и спровођењем пажљивог надзора. Трошкови који произилазе из регулаторних активности државе на финансијски сектор јесу велики, али би трошкови неадекватног регулисања и спровођења надзора били много већи. Многобројне манипулације и шпекулације учесника берзанске трговине могу довести до краха једне берзе, што може произвести домино ефекат, те захватити читав финансијски сектор, целокупну националну привреду, а и шире подручје, о чему сведоче бројни примери из историје берзанског права.

Историја нам је демонстрирала да се регулисању пословања учесника на финансијском тржишту увек приступало као одговор на постојећу финансијску кризу. Сведоци смо да је актуелна економска криза која је погодила свет 2008. године утицала на дефинисање нових принципа у регулисању пословања трговаца вредносницама, усвајање нових стандарда и реформу међународне финансијске регулативе.

Велики значај института ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности за нормално одвијање глобалних тржишта капитала подстиче бројна регулаторна тела широм света на предузимање акција у правцу хармонизације и унификације кључних принципа на међународном нивоу. У прилог томе треба навести усвајање сета споразума Базелског комитета, познатијих као Базел III. Предложена

решења Базелског комитета антиципирана су у европска законодавства, али и у друге развијене земље широм света (нпр. *Dodd-Frank Act* у САД-у). На нивоу Европске уније је 2013. године усвојена Директива о приступању делатностима кредитних институција и ваљаном надзору над кредитним институцијама и инвестиционим друштвима (скр. Директива о адекватности капитала 2013/36/EУ), која има за циљ хармонизовање правила о примерености капитала брокерско-дилерских друштава и банака. Њено увођење у правне системе држава чланица ЕУ путем Уредбе о капиталним захтевима 575/2013 омогућава успостављање јединственог тржишта капитала.

Република Србија има релативно скромна искуства у примењивању Базелских стандарда, иако је забележено њихово присуство код нас још с краја осамдесетих година 20. века, премда су тада ови стандарди имали само формални карактер и нису били примењивани с обзиром на тадашње стање финансијског тржишта.

Нови талас хармонизовања домаћег банкарског и берзанског пословања са европским и светским стандардима започет је 2006. године, претходним усвајањем Закона о банкама и Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. Нарочито важно је то да је домаћи регулатор препознао значај тржишних и оперативних ризика, установљавајући обавезу оснивања посебних одељења за управљање ризицима. Међутим, ни у овој фази није остварен суштински помак у односу на дотадашњу праксу, с обзиром да су усвојени само неки од принципа Базела II. Значајан помак у примени Базела II остварен је усвајањем Стратегије и Оперативног плана, којима је планирано усвајање свих неопходних подзаконских аката током 2009. године и почетак примене од 2011.

И таман када су се стекли услови за усвајање и примену решења предвиђених Базелским споразумима и директивама ЕУ, свет је био погођен финансијском кризом, која је касније захватила и Србију. И док се на међународном окружењу континуирано усвајају принципи и стратегије у циљу очувања стабилности финансијског система, Србија “тапка у месту”. Само у претходној деценији у Србији је усвојено чак три закона који регулишу тржиште вредносних папира (2002, 2006, 2011). Иако је сваки од тих закона доносио незнатна побољшања у односу на претходни, сваки од тих закона заостајао је за стандардима у упоредном праву развијених земаља у време његовог доношења. То је и случај са законом из 2011. године, иако је као главни циљ имао усклађивање српског права са европским законодавством.

Ближа упоредноправна анализа правног режима ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности указала је да се правни системи развијених земаља (земаља ЕУ, Групе 20 и сл.), темеље на принципима Базелских споразума, односно директивама ЕУ, уз извесна одступања у појединим земљама (нпр. Кина, у којој су капитални захтеви виши у односу на европске стандарде).

Коришћење упоредноправне анализе на основу искустава развијених земаља омогућило нам је уочавање јединственог циља регулисања пословања трговаца хартијама од вредности на глобалном нивоу. Упркос одређеним разликама у појединим решењима, последице регулисања правног режима ограничености ризика у пословању трговаца вредносницама су идентичне у свим истраживаним правним системима. Хармонизација и унификација основних правила о примерености капитала, ликвидности, изложености ризицима и управљању ризицима трговаца вредносницама пружа већу заштиту учесницима, смањење системског ризика, као и очување стабилности тржишта капитала.

На крају, истраживање правног режима ограничења ризика у пословању трговаца хартијама од вредности употребом упоредноправног метода пружа нам ваљану основу за критичко анализирање и преиспитивање домаће регулативе у овој области. На основу поређења са прихваћеним принципима и решењима у развијеним земљама можемо навести следеће примедбе и сугестије за промену домаћег уређења ограничености ризика у пословању трговаца хартијама од вредности:

- српски Закон о тржишту капитала не уочава многобројна решења прихваћена у упоредном праву, или су та решења на неодговарајући начин унета у домаће законодавство, чиме се ствара правна празнина, која омогућава бројне злоупотребе и води правној несигурности. У току истраживања већ смо указали на овакве проблеме, попут законских правила којима се регулише капитал трговаца вредносницама. Закон о тржишту капитала полази од опште прихваћених упоредноправних решења, одређујући капитал трговаца као збир основног капитала, допунског капитала I и допунског капитала II, као и других облика капитала умањен за одбитне ставке. Међутим, законодавац није регулисао облике и начине израчунавања капитала, чиме поменута правила остају “мртво слово на папиру”, будући да се не примењују у пракси;

- подзаконска регулатива је недовољно разрађена, бројна питања и проблеми су регулисани без ваљаног правно-догматског, односно теоријско-правног утемељења, што доприноси нарушавању поверења у институције и интегритет домаћег тржишта капитала. У прилог томе истичемо правила којима се регулише ликвидност брокерско-дилерских друштава. Правила о ликвидности трговаца хартијама од вредности површно су регулисана Правилником о примереном капиталу из 2003. године, који је стављен ван снаге, док нови правилник није усвојен, при чему овако осетљиво питање остаје нерегулисано;

- бројна питања ограничености ризика у пословању трговаца вредносницама нису уопште регулисана: ублаживач конзервације капитала, контрациклични ублаживач капитала, показатељи покрића ликвидности и нето стабилног финансирања, приступи и методе за управљање кредитним ризиком (стандардизован, IRB приступ, напредни IRB приступ), приступи управљања оперативним ризицима (приступ основног индикатора, стандардизован приступ, приступ напредног мерења);

- правила којима се регулише пословање трговаца хартијама од вредности су несистематизована, будући да с једне стране поменути институти нису усвојени за брокерско-дилерска друштва, док са друге стране исти ти институти уведени су у банкарско право и примењују се на овлашћене банке. Правно посматрано, закључујемо да брокерско-дилерска друштва имају повлашћен положај наспрам овлашћених банака, с обзиром да су изузета од правила којима се регулише пословање. Међутим, са економског становишта оправдано се може поставити питање постојања концепта универзалног банкарства у Србији, имајућу у виду неравноправан положај банака и брокерско-дилерских друштава на домаћем тржишту капитала. Допуштањем банкама да се баве трговином хартијама од вредности уз вишеструко виши цензус у погледу висине основног капитала, омогућава им већи финансијски потенцијал и предност на тржишту вредносних папира у односу на брокерско-дилерска друштва која су уско специјализована за трговину вредносницама. Као аргумент наведеној тврдњи наводимо све учесталије повлачење брокерско-дилерских друштава са домаћег тржишта капитала. Стога је потребно доследније уредити пословање брокерско-дилерских друштава, прихватањем предложених решења и института, како би опстали на домаћем тржишту капитала и били конкурентни овлашћеним банкама;

- у циљу подстицања прекограничног пословања домаћих трговаца хартијама од вредности, ваљало би размишљати о прихватању упоредноправних решења, с обзиром да би се тиме омогућила конкурентност домаћих трговаца вредносница са иностраном.

Наведени недостаци и предложена решења унапређења правног режима ограничености ризика у пословању трговаца хартијама од вредности представљају неке од основних проблема који нам јасно указују на неразумеваче домаћег законодавца и регулаторних органа за регулисање овог питања, као и његовог значаја за савремена финансијска тржишта.

За очекивати је да ће се у наредном периоду приступити доношењу нових прописа којима би се тржиште вредносних папира у потпуности хармонизовало са европским законодавством, на шта смо обавезни као земља кандидат за чланство у ЕУ. Треба искористити прилику, учећи на сопственим грешкама, али и погубним искуством развијених земаља (берзански крахови, финансијске кризе), те усвојити добар закон који ће подстицати даљи развој тржишта хартија од вредности (које је од 2007. године у стагнацији) и очување финансијске стабилности. Нова правна регулатива мора бити прилагођена економском развоју финансијског тржишта, а на основу међународних стандарда и принципа, директива ЕУ и искустава других земаља. Томе треба додати и значајну улогу Комисије за хартије од вредности, као главног надзорног органа на финансијском тржишту.

Такође, треба имати у виду да велики број коришћених појмова и термина (попут: показатеља покрића ликвидности и нето стабилног финансирања, ублаживача конзервације капитала и контрацикличног ублаживача и сл.) нису опште прихваћени у домаћем правном систему, те ће бити неопходно њихово усаглашавање и прилагођавање домаћем правном и економском поретку. Ово је од изузетног значаја, с обзиром да при превођењу страних правних текстова може доћи до извесних недоследности, што касније отежава и готово онемогућава примену прописа (већ смо указали на одредбу закона којом се предвиђа пад капитала трговаца вредносницама, који не сме прећи 120% прописаног минималног, односно примереног капитала). Осим тога, потребно је имати у виду и недовољна стручна знања тужилаштва и судства из области финансијских тржишта, те је потребно ову област прецизно законски уредити, будући да се не можемо ослањати на судску праксу која је у овој области недовољно разрађена.

Главну улогу у јачању и редефинисању тржишта вредносних папира има Комисија за хартије од вредности, као национални регулаторни орган на тржишту капитала. Стога је потребно да Комисија спроводи континуиране и ваљане процесе надзора, праћене одговарајућим санкционисањем учесника на тржишту. Уз то потребно је обезбедити потпуну непристрасност чланова Комисије, као и стално усавршавање запослених, како оних у Комисији, тако и запослених код трговаца вредносницама, али и шире јавности. Стручно усавршавање представља једну од основних мера превенције на тржишту вредносних папира, при чему круцијалну улогу имају Комисија, брокерско-дилерска друштва, овлашћене банке, берзе итд. Паралелно са тим, потребно је извештавати јавност о пословању трговаца хартијама од вредности, јер тиме будући потенцијални учесници на тржишту стичу увид у начин рада трговаца, омогућавајући им на тај начин да изврше сопствене процене. Релевантно објављивање извештаја о пословању брокерско-дилерских друштава и банака доприноси јачању финансијског тржишта, остављајући могућност елиминисања лоших и стимулисања добрих. Трговци хартијама од вредности јесу нешто у шта грађани, а пре свега улагачи, треба да стекну високо поверење, нешто што делује предвидиво, у шта се могу ослонити, са ваљаним државним надзором, у складу са законом, правилима струке и моралом, високо професионално.⁷⁸⁰

Очување поверења у финансијски систем оствариће се јачањем транспарентности пословања трговаца хартијама од вредности, посебно у сегменту благовременог објављивања релевантних информација о процени њихових услуга, сталним унапређењем контроле засноване на процени ризика, као и предузимањем одговарајућих мера од стране надлежних регулаторних тела према учесницима на финансијском тржишту. Да бисмо избегли несагледиве последице потенцијалне финансијске кризе, неопходно је јачање финансијске стабилности и стална будност. “Што више уверавамо себе да смо савладали ризик и неизвесност и да смо научили све лекције из прошлости, постајемо рањивији према убиственој самоуверености и вероватноћи да ће ствари поново поћи незамисливо наопако”.⁷⁸¹

Актуелна светска економска криза показала је да је неопходна снажнија глобална регулација и контрола учесника на тржишту хартија од вредности. Динамичан развој

⁷⁸⁰ Б.Ж. Љутић, “Ограничења корпоративног обелодањивања информација: Препрека заштити акционара и привлачењу инвестиција”, *Право и привреда*, бр.5-8/2002, 88.

⁷⁸¹ J. Saquana, “Финансијска стабилност: 10 питања и отприлике седам одговора”, 118.

финансијских тржишта, а самим тим и тржишта вредносних папира, представља потенцијалну опасност за његове учеснике, услед бројних малверзација, прања новца, шпекулативних инвеститора, сложених финансијских инструмената (финансијских деривата), које просечни учесник често и не разуме. Интернационализација као једна од основних карактеристика савремених финансијских тржишта, истиче значај да се међународном сарадњом кроз хармонизацију и унификацију правила, координисаним радом регулаторних органа, створе услови за већу заштиту учесника, као и очување стабилности финансијских тржишта.

Од осамдесетих година прошлог века, финансијски систем је претрпео значајне промене, те је прилагођавање новонасталим ситуацијама један од основних изазова регулаторних органа. Вештина регулисања пословања трговаца хартијама од вредности огледа се у ваљаном управљању, али и у самој управи – одговарајућим одабиром и усклађивањем инструмената регулаторног режима и дефинисањем стратегије, којом се на најефикаснији начин постижу основни циљеви регулације, а то су: финансијска стабилност и очување поверења у финансијски систем; елиминисање системског ризика; поштено, сигурно и стабилно пословање трговаца хартијама од вредности и заштита клијената и других учесника на тржишту.

На крају цитираћемо истакнутог економисту ММФ, Гарија Шинасија (*Garry Schinasi*), који је користећи аналогију са медицином, објаснио метод очувања финансијске стабилности и предузимање ваљаних мера. Финансијска стабилност је попут човековог здравља. Ако здрава особа жели да очува добро здравље мора предузимати превентивне мере. Аналогно томе, и земља која не показује знакове нестабилности у блиској будућности, мора превентивно деловати, одржавајући и ажурирајући своје политике за спречавање будућих финансијских неравнотежа.⁷⁸²

⁷⁸² G.J. Schinasi, "Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice", *IMF Survey*, Vol.35, No.6/2006, 96.

ЛИТЕРАТУРА

I Списак коришћене литературе на српском језику

Барјактаровић Л., Димић М., Јечменица Д., „Стрес тест у функцији процене ризика у банкарском сектору земаља Југоисточне Европе“, *Банкарство*, 5/2013

Барјактаровић Л., Пауновић М., „Тестирање отпорности на стрес у банкарском сектору и Базелски споразуми“, *Финансије*, 1-6/2013

„Базел III – стандард ликвидности и стратегија за оцену примене стандарда“, *Банкарство*, 1/2012

Борковић Б., „Развој брокерско-дилерског пословања и појава универзалних банака као активних учесника на финансијском тржишту“, *Зборник радова Факултета техничких наука*, 7/2012 Нови Сад

Божич Р., „Анализа пословања банака“, *Финансије*, 9-10/2001

Будимчевић К., Родић Ј., „Стратегија управљања опцијама као финансијским дериватима“, *Финансије*, 1-6/2011

Бунчић С., „Финансијска регулатива као реакција на тренутну финансијску кризу“, *Право и привреда*, 4-6/2010

Васиљевић Б., „Финансијске кризе и резистентност банкарских система“, *Право и привреда*, 4-6/2011

Васиљевић Б., Делић М., „Регулација финансијског тржишта“, *Право и привреда*, 5-8/2009

Васиљевић Б., Делић М., „Финансијска криза и регулација“, *Право и привреда*, 4-6/2010

Васиљевић Б., Радосављевић Р., „Финансијска интеграција Европске уније и регулисање системског ризика“, *Право и привреда*, 4-6/2012

Васиљевић М., *Компанијско право*, Службени гласник – Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2007

Васиљевић М., *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2007

Васиљевић М., *Трговинско право*, Службени гласник – Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2008

Васиљевић М., Васиљевић Б., Малинић Д., *Финансијска тржишта*, Комисија за хартије од вредности, Београд 2008

Вељић Љ., „Нека спорна питања поводом решења донетих у поступку контроле банака“, *Право и привреда*, 5-8/2004

Веселиновић П., *Економија*, Универзитет Сингидунум, Београд 2010

Вићентијевић Р., „Овлашћена банка као покровитељ емисије акција“, *Правни живот*, 13/2007

Врачарић В., „Велике финансијске институције и системски ризик“, *Право и привреда*, 4-6/2010

Врачарић В., „Волкерово правило: Нова верзија Глас-Стигл закона?“, *Право и привреда*, 4-6/2012

Врачарић В., „Развој и стабилизација финансијског система“, *Право и привреда*, 5-8/2009

Вукадин Е., *Економска политика*, Досије, Београд 2007

Вуковић В., Стакић Б., „Ризици у банкарству са посебним освртом на оперативни ризик“, *Финансије, банкарство и осигурање*, Vol.7, 1/2010

Вуковић Д., „Базел III – ненамераване последице“, *Банкарство*, 2/2012

Вучковић С., Првуловић В., „Успон и пад универзалног банкарства“, *Банкарство*, 5/2013

Греунинг В.Х., Брајовић Братановић С., *Анализа и управљање банковним ризицима*, Светска банка - Мате, Загреб 2006

Драгосавац М., „Оперативни ризици“, *Школа бизниса*, Нови Сад, 4/2012

Дугалић В., Штимац М., *Основе берзанског пословања*, Стубови културе, Београд 2011

Дукић – Мијатовић М., „Закон о банкама у светлу имплементације европског законодавства“, *Правни живот*, 13/2007

Ђоковић Н., Оперативни ризици у банкарском пословању – Вјероватноћа остваривања губитака, <http://www.cgekonomet.com>

Ђукић Ђ., *Управљање ризицима и капиталом у банкама*, Београдска берза, Београд 2007

Ерић Д., *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја штампа, Београд 2003

Зајми С., „Хармонизација финансијског извештавања као један од предуслова интернационализације пословања“, *Правно-Економски погледи*, 1/2011

Иваниш М., „Ризици у банкарском пословању“, *Правно-Економски погледи*, 3/2012

Ингвес С., „Тренутни приоритет Базелског комитета: подизање летвице“, *Банкарство*, 1/2013

Јазић В., *Ризици у банкарском пословању*, Стубови културе, Београд 2008

Јазић В., „Управљање кредитним ризиком“, *Финансије*, 1-6/2007

Јакшић М., „Управљање ризицима портфолија хартија од вредности“, *Економски хоризонти*, 3/2012

Јанковић М., „Приватизација и развој финансијског тржишта“, *Право и привреда*, 5-8/2004

Јанковић М., „Тржиште хартија од вредности и правна сигурност“, *Право и привреда*, 5-8/2006

Јанковић М., „Финансијска тржишта и правна одговорност“, *Право и привреда*, 4-6/2010

Јањушевић Ј., Глобална финансијска криза, <http://www.fps.unimediterranean.net>

Једнак Д., Економски ефекти примене информационих технологија на финансијска тржишта и институције, <http://www.vps.ns.ac.rs>

Јекнић М., „Правила о трговању хартијама од вредности“, *Право и привреда*, 5-8/2000

Јеленковић З., Барјактаровић Л., „Ризик земље: Нови аспекти под утицајем светске економске кризе“, *Финансије, банкарство и осигурање*, Vol.6, 2/2010

Јованић Т., *Циљеви и облици регулисања пословања банака*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009

Јованић Т., „*Compliance* функција у банкама из угла регулаторног привредног права“, *Право и привреда*, 5-8/2009

Јовановић В., „Историјски аспекти развоја берзе и финансијских тржишта у свету“, *Правно-Економски погледи*, 1/2010

Јовановић М., „Појам ризика и управљање ризиком у економији“, *Правно-Економски погледи*, 3/2011

Јовановић Н., *Берзанско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009

Јовановић Н., *Емисија вредносних папира*, Грмеч – Привредни преглед, Београд 2001

Јовановић Н., „Заштићени улагач на тржишту вредносних папира“, *Право и привреда*, 5-8/2002

Јовановић Н., „Нови законодавни „муњак“ Србије у MiFID окружењу“, у Радовић В. (ур.) *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2011

Јовановић Н., „Положај надзорне власти у пословању вредносницама код нас и у окружењу“, *Право и привреда*, 5-8/2001

Јовић З., „Утицај допунских банкарских послова на управљање ризицима банака“, *Финансије, банкарство и осигурање*, Vol.7, 1/2010

Јоргић Б., „Институционализовано организовање берзе, ванберзанског тржишта и берзанских посредника“, *Право и привреда*, 5-8/2001

Квргић Г., Виларет С., Вујовић Т., „Светска финансијска криза и утицај на финансијски систем Србије“, *Финансије*, 1-6/2009

Кљајић Б., „Стандарди за обезбеђивање ликвидности према Базелу III“, *Банкарство*, 3/2012

Кнежевић П., Митровић Д., „Секјуритизација извор финансирања и начин управљања ризиком банака“, *Правни живот*, 13/2007

Кнежевић С.П., „Управљање капиталом банке – алокација и мерење финансијских перформанси“, *Финансије*, 1-6/2011

Ковачевић Р., „Нови погледи на ризик земље“, *Банкарство*, 9-10/2005

Лабудовић Станковић Ј., „Неке дилеме у вези са новим законом о тржишту капитала“, *Право и привреда*, 4-6/2012

Лабус М., *Основи економије*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2006

Лазић Ј., „Анализа финансијских извештаја банака и других финансијских институција“, *Школа Бизниса Научностручни часопис*, 2009

Латковић М., „Управљање ризицима: идентификација, мјерење и контрола“, *Финансијска теорија и пракса*, 2/2002

Лекпек А., „Исламски банкарски уговори“, *Анали Правног факултета у Београду*, 1/2013

Лучић Љ., „Базелски споразум II: утицај на понашање банака и начин финансирања малих и средњих предузећа“, *Финансије*, 1-6/2006

Љубић М., „Примена Базелског споразума за међународне стандарде капитала на банкарско тржиште Србије“, *Финансије*, 1-6/2009

Љутић Б.Ж., „Ограничења корпоративног обелодањивања информација: Препрека заштити интереса акционара у привлачењу инвестиција“, *Право и привреда*, 5-8/2002

Малешевић З., Отвореност финансијског тржишта Републике Србије за интеграцију са финансијским тржиштима земаља ЕУ, <http://www.vps.ns.ac.rs>

Малишић А., „Хартије од вредности: дистрибуција и увођење на организовано тржиште“, *Финансије*, 1-6/2005

Марковић М., „Проблем сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената“, *Право и привреда*, 5-8/2009

Мартиновић М., „Утицај асиметрије и спљоштености криве приноса активе портфолија на поузданост процене вредности под ризиком (VaR-a)“, *Финансије*, 1-6/2010

Матић В., „Базел II – IRB приступ кредитном ризику“, *Банкарство*, 11-12/2009

Матић В., „Базел II – оперативни ризици“, *Банкарство*, 3-4/2010

Матић В., „Базел II – секјуритизоване изложености“, *Банкарство*, 7-8/2010

Матић В., „Базел II – стандардизован приступ кредитном ризику“, *Банкарство*, 9-10/2009

Матић В., „Базел II – стуб 2 – супервизорски надзор“, *Банкарство*, 5-6/2010

Матић В., „Базел II – стуб 3 – тржишна дисциплина“, *Банкарство*, 11-12/2010

Матић В., „Базел II – тржишни ризик“, *Банкарство*, 1-2/2010

Матић В., „Базел III – измењени концепт капитала“, *Банкарство*, 7-8/2011

Матић В., „Базел III – измењени концепт капитала (2)“, *Банкарство*, 9-10/2011

Матић В., „Базел III – измењени концепт капитала (3)“, *Банкарство*, 11-12/2011

Матић В., „Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности“, *Банкарство*, 2/2012

Матић В., „Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (2)“, *Банкарство*, 3/2012

Матић В., „Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (4)“, *Банкарство*, 5/2012

Матић В., „Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (7)“, *Банкарство*, 2/2013

Матић В., „Базел III – међународни оквир за мерење изложености ризику ликвидности (8)“, *Банкарство*, 3/2013

Матић В., „Базел III – увођење стандарда опште ликвидности“, *Банкарство*, 3-4/2011

Матић В., „Базелски споразум II“, *Банкарство*, 7-8/2009

Матић В., „Базелски споразум II – финансијска плетисанка дал’ од јаве ил’ од сна“, *Банкарство*, 1-2/2007

Матић В., „Базелски споразум о капиталу (Базелски споразум I)“, *Банкарство*, 5-6/2009

Матић В., „Законски ризик“, *Банкарство*, 9-10/2008

Матић В., „Кредитни ризик“, *Банкарство*, 1-2/2008

Матић В., „Оперативни ризик“, *Банкарство*, 7-8/2008

Матић В., „Пруденциона супервизија“, *Банкарство*, 3-4/2009

Матић В., „Репутациони ризик“, *Банкарство*, 1-2/2009

Матић В., „Ризик ликвидности“, *Банкарство*, 5-6/2008

Матић В., „Тржишни ризици“, *Банкарство*, 3-4/2008

Матић В., „Управљање изложеношћу – алати (1)“, *Банкарство*, 4/2013

Матић В., „Управљање изложеношћу – алати (2)“, *Банкарство*, 5/2013

Матић В., „Управљање изложеношћу – алати (3)“, *Банкарство*, 6/2013

Миловановић Д., „Нова решења предлога Закона о тржишту капитала“, *Право и привреда*, 4-6/2011

Миловановић Д., „Отворена питања регулације домаћег финансијског тржишта“, *Право и привреда*, 5-8/2007

Миловановић Д., „Регулација брокерскодилерских кућа“, *Право и привреда*, 5-8/2000

Мишић В., „Интерни модели управљања кредитним ризиком“, *Банкарство*, 4/2012

Момировић Д., „Макропруденцијалне перспективе и нови изазови за централне банке“, *Финансије*, 1-6/2010

Момировић Д., „Нова архитектура регулаторног и надзорног дизајна Европске уније – макро и микро пруденцијални приступ“, *Банкарство*, 1/2012

Монтиљо – Михајловић Д., „Домаће тржиште капитала и MiFID“, *Банкарство*, 3/2013

Мрвић Т., „Одитори-ревизори, рејтинг агенције и заштита инвеститора“, *Право и привреда*, 5-8/2002

Муминовић С., „Управљање имовином и обавезама банке“, *Финансије*, 1-6/2004

Огњановић В., „Глобализација, интеграције и тржиште капитала“, *Право и привреда*, 5-8/2009

Орлић Н., „Ликвидност и бонитет банака“, *Правно-Економски погледи*, 2/2011

Орлић Н., „Ризик банака у условима светске економске кризе“, *Правно-Економски погледи*, 1/2010

Орсаг С., Деди Л., *Тржиште капитала*, Alka script, Загреб 2014

Павковић А., „Инструменти вредновања успјешности пословања пословних банака“, *Зборник Економског факултета у Загребу*, 1/2004

Петровић В., Мићић М., „Увођење процене ризика (risk-based) у поступку надзора – супервизије у Народној банци Србије“, *Правни живот*, 13/2007

Поповић В., „Банке на тржишту хартија од вредности“, *Право и привреда*, 9-12/2003

Поповић В., „(Не)равнотежа тржишта новца и капитала“, *Право и привреда*, 5-8/2009

Поповић С., *et al.*, „Анализа финансијског тржишта у Црној Гори“, Централна банка Црне Горе, Подгорица 2007, <http://www.finansije.net>

Радовић М., *Банкарски посао депозита хартија од вредности*, докторска дисертација, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2011

Радовић М., „Неопходност и циљеви посебног правног уређења сукоба интереса на тржишту капитала“, *Правни живот*, 11/2010

Радоњић О., „Тржиште новца и капитала: значај, учесници и инструменти“, *Банкарство*, 7-8/2005

Радосављевић Р., *Финансијска интеграција Европске уније и њен утицај на финансијско тржиште Србије*, докторска дисертација, Факултет политичких наука, Београд 2013

Ристић Ж., *Тржиште капитала – теорија и пракса*, Привредни преглед, Београд 1990

Совиљ Р., „Мултилатерална трговачка платформа“, у Радовић В. (ур.) *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2011

Совиљ Р., „Приказ закона о тржишту капитала“, *Студентска ревија за привредно право*, 2/2010/2011

Спасојевић Ј., „Кредитни ризик и кредитни деривати“, *Банкарство*, 1/2013

Станишић М., Станојевић Љ., „Ризици у банкарском пословању и Базел II“, *Финансије, банкарство и осигурање*, Vol.6, 1/2010

Табороши С., *Економско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009

Тасић З., „Карактеристична обележја и значај финансијског тржишта“, *Правно-Економски погледи*, 3/2012

Тодоровић В., „Алтернативни регулаторни приступи управљању банкарским кризама“, *Економски хоризонти*, 3/2013

Тодоровић Н., „Држава и инвеститори на тржишту капитала“, *Право и привреда*, 5-8/2002

Тодоровић Н., „Индивидуални инвеститори на финансијском тржишту“, *Право и привреда*, 4-6/2011

Тодоровић Т.М., „Управљање кредитним ризиком у банци“, *Економски хоризонти*, 2/2009

Ћировић З., Јанковић Л., „The role of financial regulators in the context of the global financial crisis“, *Економске теме*, 4/2013

Филиповска О., „Значај и третман оперативних ризика у банкарском менаџменту“, *Банкарство*, 5-6/2011

Царић С., *Банкарски послови и хартије од вредности*, Центар за привредни консалтинг, Нови Сад 1996

Царуана Ј., „Базел III: нови притисци и старе дебате – изазови за супервизоре, менаџере ризика и ревизоре“, *Банкарство*, 9-10/2011

Царуана Ј., „Базел III: према сигурнијем финансијском систему“, *Банкарство*, 9-10/2010

Царуана Ј., „Изградња отпорног финансијског система“, *Банкарство*, 2/2012

Царуана Ј., „Реформа регулативе: преостали изазови“, *Банкарство*, 7-8/2011

Царуана Ј., „Финансијска стабилност: 10 питања и отприлике седам одговора“, *Банкарство*, 3-4/2010

Цицмил Н., „Овлашћена банка и Кастоди банка као учесници на тржишту хартија од вредности“, *Правни живот*, 10/2005

Шверко И., „Ризична вриједност (Value at Risk) као метода управљања ризицима у финансијским институцијама“, *Економски преглед*, 7-8/2002

Шеховић Д., *Капитал банака*, Банкарски менаџмент, Подгорица 2013

Шеховић Д., Потреба за увођењем Базела II: Осетљивост на ризик, <http://www.cgekonomet.com>

II Списак коришћене литературе на страном језику

Al-Darwish A. *et al.*, Possible Unintended Consequences of Basel III and Solvency II, IMF Working Paper 2011, <http://www.ssrn.com/abstract-id1910490>

Aldohni A. K., *The Legal and Regulatory Aspects of Islamic Banking*, Routledge, London – New York 2011

Allen F., Carleti E., „Financial System: shock absorber or amplifier?“, *Bankarstvo*, 9-10/2008

Amediku S., Was Basel III necessary and will it bring about prudent risk management in banking?, <http://www.ssrn.com/abstract=1769822>

Angermuller N., Eichhom M., Ramke T., „The New German Risk Standard“, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol.22/2007

Augustin D., „Credit Risks in European and International Regulations“, in Ferrarini G., (ed.) *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*, Kluwer Law International, London – The Hague 1994

Avram K., „Capital adequacy requirements for Australian banks“, *Economic Papers A journal of applied economics and policy*, Vol.18, No.3/1999

Ayadi R., Arbak E., De Groen W. P., „Implementing Basel III in Europe: Diagnosis and avenues for improvement“, *CEPS Policy Brief*, No.275/2012
<http://www.ssrn.com/abstract=2098932>

Azadinamin A., Basel III, <http://www.ssrn.com/abstract=2007817>

Baldan C., Zen F., Rebonato T., Liquidity risk and interest rate risk on banks: are they related?, University of Padova 2012,

Barakova I., Palvia A., Do Banks' Internal Basel Risk Estimates Reflect Risk?, February 2014, <http://www.ssrn.com/abstract=2203104>

Bondi B. J., „Securities arbitrations involving mortgage-backed securities and collateralized mortgage obligation: suitable for unsuitability claims?“, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, <http://www.ssrn.com/abstract=1459735>

Boumediene A., Basel III: Relevance for Islamic Banks, <http://www.ssrn.com/abstract=1852205>

Carey M., „Dimensions of Credit Risk and Their Relationship to Economic Capital Requirements“, in Mishkin F. S. (ed.) *Prudential Supervision What Works and What Doesn't*, The University of Chicago Press, Chicago – London 2001

Carling K., *et al.*, „Capital Charges under Basel II: Corporate Credit Risk Modelling and the Macro Economy“, *Svergies Riksbank Working Paper Series*, No.142/2002

Carosio G., „Interest Rate Risks and Foreign Exchange Risks“, in Ferrarini G. (ed.) *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*, Kluwer Law International, London – The Hague 1994

Cesarini F., „The Role of Own Funds“, in Ferrarini G. (ed.) *Prudential Regulation of Banks and securities Firms*, Kluwer Law International, London – The Hague 1994

Chalermchatvichien P., *et al.*, „The Effect of Bank Ownership Concentration on Capital Adequacy, Liquidity and Capital Stability“, *Journal of Financial Services Research*, No.1/2013

Chen J., Measuring Market Risk under Basel II, 2.5, and III: VaR, Stressed VaR and Expected Shortfall, <http://www.ssrn.com/abstract=2252463>

Choundry M., *An introduction to value-at-risk*, John Wiley & Sons, Chichester 2006

Claessens R., „Ideas and initiatives since the collapse of Lehman Brothers“, *Bankarstvo*, 7-8/2009

Colletaz G., Hurlin C., Perignon C., The Risk Map: A New Tool for Validating Risk Models, October 2012, <http://www.ssrn.com/abstract=1824984>

Culp C. L., Miller M. H., Neves A. M. P., „Value at Risk: Uses and Abuses“, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.10, No.4/1998

Dabrowski M., „The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration“, *CASE Network Studies & Analyses*, No.384/2009

Dale R., „The Regulation of Investment Firms in the European Union“, in Ferrarini G. (ed.) *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*, Kluwer Law International, London – The Hague 1994

D. de Sousa e Alvim, „A new European System of financial supervision and crisis management“, *Asia – Pacific Journal for EU Studies*, Vol.9, No.1/2011

Delimatsis P., Financial Innovation and Prudential Regulation – The New Basel III Rules, <http://www.ssrn.com/abstract=2044694>

Dietrich A., Wanzenried G., Hess K., The good and bad news about the new liquidity rules of Basel III in Western European countries, <http://www.ssrn.com/abstract-id2139380>

Elderfield M., „Basle publishes final market risk capital standards“, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.11/1996

Ellinger E. P., Lomnicka E., Hare C. V. M., *Ellinger's Modern Banking Law*, Oxford University Press, New York 2011

Enriques L., Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework, University of Bologna, <http://www.ssrn.com/abstract-id782828>

Farook S. Z., Farooq M. O., Incentive based regulation for Islamic banks, <http://www.ssrn.com/abstract=1718625>

Ferrarini G., „Introduction“, in Ferrarini G. (ed.) *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*, Kluwer Law International, London – The Hague 1994

Gleeson S., *International Regulation of Banking: Basel II: Capital and Risk Requirements*, Oxford University Press, New York 2010

Hall J. B. Maximilian, „The Capital Adequacy Directive: An Assessment“, *Journal of International Banking Law*, Vol.10/1995

Hammes W., Shapiro M., „The implications of the new capital adequacy rules for portfolio management of credit assets“, *Journal of Banking & Finance*, Vol.25, No.1/2001

Hartlage A. W., „The Basel III Liquidity Coverage Ratio and Financial Stability“, *Michigan Law Review*, Vol.111/2012

Hauser F., „The Structure of Own Funds“, in Ferrarini G. (ed.) *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*, Kluwer Law International, London – The Hague 1994

Ho T. S. Y., Lee S. B., *The Oxford Guide to Financial Modeling*, Oxford University Press, New York 2006

Howard C., Jonas N., „Under Pressure: Basel III's Capital Adequacy Requirements Squeeze Broker-Dealer Returns on Equity, Increase Need for the Imposition of Uniform Fiduciary Duties“, *John Marshall Law Journal*, Vol.7, No.1/2014

Hsu B. F. C., Arner D., Pretorius F., „Beyond the Basel Accord: Should the Capital Adequacy Ratio Take Account of the Real Estate Environment in the Hong Kong Sar?“, *The Banking Law Journal*, Vol.124, No.4/2007

Hudson A., *Securities Law*, Sweet & Maxwell, London 2008

Imbierowicz B., Rauch C., The Relationship between Liquidity Risk and Credit Risk in Banks, <http://www.ssrn.com/abstract-id1884917>

Kanane Y., „Capital adequacy and the regulation of financial intermediaries“, *Journal of Banking and Finance*, No.1/1977

Kruithof M., Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate? Financial Law Institute, Universiteit Gent 2005, <http://www.ssrn.com/abstract-id871178>

Kulms R., „Shadow banks between innovation and regulation“, *Pravo i privreda*, 4-6/2011
Laas D., Siegel C., Basel Accords versus Solvency II: Regulatory Adequacy and Consistency under the Postcrisis Capital Standards, <http://www.ssrn.com/abstract=2248049>

Laurens F., Basel III and prudent risk management in banking: continuing the cycle of fixing past crises, <http://www.ssrn.com/abstract=2101564>

Lee K., Investor protection in European Union: Post FSAP directives and MiFID, <http://www.ssrn.com/abstract-id1339305>

Lizarzaburu Bolanos E., Risk Management, an initial Guide: Literature Review, Statistics use, theory and actual information, Abril 2011, <http://www.ssrn.com/abstract=1823845>

Locarno A., „The macroeconomic impact of Basel III on the Italian economy“, *Questioni di Economia e Finanza*, No.88/2011

Lyons G. J., Hilland J., Ligere E., „Basel Bank Resilience and Liquidity Proposals Confirm the Global Paradigm Shift Toward Increased Financial Regulatory Oversight“, *The Banking Law Journal*, No.3/2010

MacNeil I., „Risk Control Strategies: An Assessment in the Context of the Credit Crisis“, in MacNeil I. G., O'Brien J. (eds.) *The Future of Financial Regulation*, Hart Publishing, Oxford – Portland 2010

- McCormick R., *Legal Risk in the Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford 2010
- McKnight A., „Basel 2: the implementation in the UK of its capital requirements for banks“, *Law and Financial Markets Review*, 4/2007
- Meyer L. H., „Supervising Large Complex Banking Organizations Adapting to Change“, in Mishkin F. S. (ed.) *Prudential Supervision What Works and What Doesn't*, The University of Chicago Press, Chicago – London 2001
- Mishkin F. S., „Prudential Supervision: Why It Is Important and What are the Issues?“, in Mishkin F. S. (ed.) *Prudential Supervision What Works and What Doesn't*, The University of Chicago Press, Chicago – London 2001
- Miu P., Ozdemir B., Giesinger M., Can Basel III work? – Examining the new Capital Stability Rules by the Basel Committee – A Theoretical and Empirical Study of Capital Buffers, <http://www.ssrn.com/abstract=1556446>
- Moloney N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford 2008
- Molostova I., „Credit derivatives as credit risk mitigation under Basel II“, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.22, No.8/2007
- Molostova I., „Introduction to the internal ratings based approach under Basel II“, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.23, No.1/2008
- Mongid A., Mohd Tahir I., Estimating Operational Risk Capital Charges for Indonesian Rural Banks, <http://www.ssrn.com/abstract=1460418>
- Moosa I., „Basel II to Basel III: a great leap forward?“, in LaBrosse J. R., Olivares – Caminal R., Singh D. (eds.) *Managing Risk in the Financial System*, Edward Elgar, Cheltenham – Northampton 2011
- Moreno R., „The changing nature of risks facing banks“, BIS Papers, No.28, The banking system in emerging economies: how much progress has been made? August 2006, <http://www.ssrn.com/abstract-id1188516>
- Morse G., *Charlesworth's Company Law*, Stevens & Sons, London 1987
- Morse G., *Company Law*, Sweet & Maxwell, London 1995

Neri M., „The Unintended Consequences of the Basel III Liquidity Risk Regulation“, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid 2012, <http://www.ssrn.com/abstract=2096821>

Nicolaides M., Sweny J. P., „Making Increased Costs Claims Under Basel III: Working with the Loan Market Association Provisions“, *The Banking Law Journal*, Vol.128, No.2/2011

Ojo M., Basel III and Responding to the Recent Financial Crisis: Progress made by the Basel Committee in relation to the Need for Increased Bank Capital and Increased Quality of Loss Absorbing Capital, <http://www.ssrn.com/abstract=1680886>

Ojo M., Harmonising Basel III and the Dodd Frank Act, <http://www.ssrn.com/abstract=1974533>

Ojo M., Harmonising Basel III and the Dodd Frank Act Through Greater Collaboration Between Standard Setters and National Supervisors, <http://www.ssrn.com/abstract=1991242>

Ojo M., Preparing for Basel IV (Whilst Commending Basel III): Why Liquidity Risks Still Present A Challenge to Regulators in Prudential Supervision (Part II), <http://www.ssrn.com/abstract=1732304>

Ojo M., Responses to Consultative Documents, Vital Aspects of the Consultative Processes and the Journey Culminating in the Present Framework, <http://www.ssrn.com/abstract=1692409>

Paul Colin R. H., „Netting: A Means of Limiting Credit Exposure“, *Journal of International Banking Law*, Vol.10/1995

Persaud A., „Basel III: a welcome start, but much more to be done“, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.25, No.11/2010

Persaud A., „Macro-prudential Regulation“, in MacNail I. G., O'Brien J. (eds.) *The Future of Financial Regulation*, Hart Publishing, Oxford – Portland 2010

Pop A., Market Discipline in International Banking Regulation: Keeping the Playing Field Level, January 2005, <http://www.ssrn.com/abstract-id646582>

Proctor C., *The Law and Practice of International Banking*, Oxford University Press, Oxford 2010

Ratnovski L., Liquidity and Transparency in Bank Risk Management, IMF Working Paper 2013, <http://www.ssrn.com/abstract-id2222480>

Roldan J. M., „Basel II – an opportunity for convergence in the EU“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 1/2006

Roy J., Turk – Ariss R., Redjah Y., „Why is the Canadian banking system so remarkably stable? A comparative analysis with the US“, in LaBrosse J. R., Olivares – Caminal R., Singh D. (eds.) *Managing Risk in the Financial System*, Edward Elgar, Cheltenham – Northampton 2011

Sakovich M., Asset-liability management in banking as an instrument for minimization of expenses in the implementation of Basel III requirements, Zurich University, <http://www.ssrn.com/abstract=2189606>

Santos J. A. C., „Commercial Banks in the Securities Business: A Review“, *Working Papers* No.56, Bank for International Settlements, Basle 1998, <http://www.ssrn.com/abstract-id8029>

Sarkany Z., The new Basel III rules and recent market developments, <http://www.ssrn.com/abstract=2155112>

SAS Institute, Counterparty Exposure Management in the Basel III Era, <http://www.ssrn.com/abstract-id2056804>

SAS Institute, Liquidity Risk Management After the Crisis, <http://www.ssrn.com/abstract-id2056785>

Scalia A., Longoni S., Rosolin T., „The Net Stable Funding Ratio and banks' participation in monetary policy operations: some evidence for the euro zona“, *Questioni di Economia e Finanza*, No.195/2013

Schinasi G. J. „Financial – Stability Challenges in European Emerging – Market Countries“, *Policy Research Working Paper*, The World Bank, No.5773/2011

Schinasi G. J., „Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice“, *IMF Survey*, Vol.35, No.6/2006

Schmitz S. W., The Impact of the Basel III Liquidity Standards on the Implementation of Monetary Policy, <http://www.ssrn.com/abstract=1869810>

Sekine E., „China’s Own Version of Basel III and Its Likely Impact on China’s Banking Sector“, *Nomura Journal of Capital Markets*, Vol.3, No.2/2011

Selody J., „The nature of systemic risk“, in LaBrosse J. R., Olivares – Caminal R., Singh D., (eds.) *Managing Risk in the Financial System*, Edward Elgar, Cheltenham – Northampton 2011

Shimizu K., The impact of IRB approach on the credit risk exposure under Basel II, Nagoya University, June 2012, <http://www.ssrn.com/abstract=2121225>

Shiyu L., Yi W., Zhengming L., „The Lessons Learnt from the Development and Reform of China’s Banking Sector“, BIS Papers No.28, The banking system in emerging economies: how much progress has been made? August 2006, <http://www.ssrn.com/abstract-id1188516>

Song G., The Cyclical Effects of Accounting Rules on Basel III Liquidity Regulation, <http://www.ssrn.com/abstract-id2175689>

Spanakos E., „Harmonization of international adequacy rules for securities firms: an argument to implement the value at risk approach by adopting Basle’s international model methodology“, *Brook. Journal of International Law*, Vol.26

Steinberg M., *Understanding Securities law*, Mathew & Bender 1996

Stiglitz J. E., „The Role of the State in Financial Markets“, *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank 1994

Thaler P., *China Business Law*, Stampfli Publishers Ltd., Berne 2009

Thomson E. M., Dodd-Frank Act and Basel III’s Skin in the Game Divergence and Why it is Good for the International Banking System, <http://www.ssrn.com/abstract=1783768>

Valko D., Russian banking system: a Basel II – like approach in a Basel – III framework, <http://www.ssrn.com/abstract=2346120>

Van Roy P., „Credit Ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II“, *ECB Working Paper Series*, No.517/2005

Varotto S., Liquidity Risk, Credit Risk, Market Risk and Bank Capital, January 2011, <http://www.ssrn.com/abstract=1746915>

Walker G. A., „Capital and liquidity reform – a new global agenda“, in LaBrosse J. R., Olivares – Caminal R., Singh D. (eds.) *Managing Risk in the Financial System*, Edward Elgar, Cheltenham – Northampton 2011

Walker G. A., „The Global Credit Crisis and Regulatory Reform“, in MacNail I. G., O’Brien J. (eds.) *The Future of Financial Regulation*, Hart Publishing, Oxford – Portland 2010

Walter I., Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms, <http://www.ssrn.com/abstract-id1295181>

Walter I., Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: The Evidence So Far, <http://www.ssrn.com/abstract-id1281971>

Wellink N., „Basel III and beyond“, *Bankarstvo*, 1-2/2011

Wellink N., „Basel III: A roadmap to better banking regulation and supervision“, *Bankarstvo*, 5-6/2011

Wiebogen M., „The role of dealers in the international financial markets“, *Bankarstvo*, 9-10/2007

Wood P. R., *Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, London 2008

Wu D., Hong H., The Information Value of Basel III Liquidity Risk Measures, <http://www.ssrn.com/abstract=2177614>

Wymeersch E., „Risk in financial institutions – is it Managed?“, Financial Law Institute, *Working Paper Series*, January 2012, <http://www.ssrn.com/abstract=1988926>

III Домаћи прописи

Закон о банкама, *Службени гласник РС*, 107/2005

Закон о облигационим односима, *Службени лист СФРЈ*, 29/1978, 39/1985, 45/1989, 57/1989, *Службени лист СРЈ*, 31/1993

Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, 31/2011

Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени лист СРЈ*, 65/2002

Одлука о адекватности капитала банке, *Службени гласник РС*, 57/2006

Одлука о адекватности капитала банке, *Службени гласник РС*, 46/2011, 6/2013, 51/2014

Одлука о капиталу и адекватности капитала платних институција и институција електронског новца, *Службени гласник РС*, 55/2015

Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки банке, *Службени гласник РС*, 94/2011, 57/2012, 123/2012, 43/2013, 113/2013, 135/2014, 25/2015 и 38/2015

Одлука о минималној садржини процедуре „упознај свог клијента“, *Службени гласник РС*, 57/2006

Одлука о начину и условима идентификације и праћења ризика усклађености пословања банке и управљања тим ризиком, *Службени гласник РС*, 57/2006

Одлука о управљању ризицима, *Службени гласник РС*, 57/2006

Одлука о управљању ризицима банке, *Службени гласник РС*, 45/2011, 94/2011, 119/2012, 123/2012, 23/2013, 43/2013, 92/2013

Правилник о адекватности капитала, изложености ризику, посебним резервама и ликвидности брокерско-дилерског друштва, *Службени гласник РС*, 102/2003, 16/2005

Правилник о давању сагласности на стицање квалификованог учешћа у капиталу берзе, брокерско-дилерског друштва, Централног регистра, депоа и клиринга за хартије од вредности, *Службени гласник РС*, 89/2011

Правилник о организационом захтевима за пружање инвестиционих услуга и обављање инвестиционих активности и додатних услуга, *Службени гласник РС*, 89/2011, 44/2012

Правилник о правилима понашања инвестиционог друштва приликом пружања услуга, *Службени гласник РС*, 89/2011, 44/2012

Правилник о условима и начину спровођења надзора над пословањем учесника на финансијском тржишту, *Службени гласник РС*, 31/2011

Упутство о начину израчунавања капитала брокерско-дилерског друштва, Комисија за хартије од вредности, Београд 2011

IV Страни прописи

Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements, December 2010

Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Bank for International Settlements, December 2010

Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, Bank for International Settlements, January 2013

Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: The Net Stable Funding Ratio, Consultative document, Bank for International Settlements, January 2014

Basel Committee on Banking Supervision, Core Principles for Effective Banking Supervision, Bank for International Settlements, October 2006

Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Bank for International Settlements, June 2004

Basel Committee on Banking Supervision, Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, Bank for International Settlements, September 2008

Basel Committee on Banking Supervision, Principles for the Management of Credit Risk, Basel, September 2000

Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations, Basel, February 2000

Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk, Bank for International Settlements, February 2003

Basle Committee on Banking Supervision, Overview of the amendment to the capital accord to incorporate market risks, Bank for International Settlements, January 1996

Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for purposes of that Directive, O. J. L 241/2006

Commission Recommendation 87/62/EEC of 22 December 1986 on monitoring and controlling large exposures of credit institutions, O. J. L 33/87

Council Directive 86/635/EEC of 8 December 1986 on the annual account and consolidated accounts of banks and other financial institutions, O. J. L 372/1986

Council Directive 92/121/EEC of 21 December 1992 on the monitoring and control of large exposures of credit institutions, O. J. L 29/93

Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions,

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), O. J. L 96/2003

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, O. J. L 145/2004

Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market amending Directive 2001/34/EC, O. J. L 390/38

Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, O. J. L 177/2006

Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions, O. J. L 177/2006

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, O. J. L 176/2013

Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, O. J. L 331/2010

Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC O. J. L 331/2010

Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC O. J. L 331/2010

Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC O. J. L 331/2010

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

БИОГРАФИЈА АУТОРА

Ранко Сивиљ рођен је 20. септембра 1986. године у Београду. Завршио је Основну школу „Змај Јова Јовановић“ са одличним успехом (добитник Вукове дипломе) и Осму београдску гимназију, такође као носилац Вукове дипломе. Правни факултет Универзитета у Београду уписао је 2005. године, а дипломирао 02. септембра 2009. године са просечном оценом 9,29. По завршетку основних студија, октобра 2009. године уписао је последипломске мастер студије на одсеку за пословно право на Правном факултету у Београду, које је завршио 24. новембра 2010. године одбраном мастер рада *„Дужност извештавања јавности издаваоца вредносница“*, пред комисијом у саставу: проф. др Небојша Јовановић и проф. др Мирко Васиљевић. Просечна оцена на мастер студијама је 9,50.

Новембра 2010. године уписао је докторске студије на Правном факултету Универзитета у Београду, на пословноправном смеру. Испит Методологија научно-истраживачког рада и вештина положио је 21. фебруара 2011. године пред комисијом у саставу: проф. др Небојша Јовановић и проф. др Саша Бован. Први усмени докторски испит (предмети: Компанијско право, Трговинско право и Право интелектуалне својине) положио је 17. октобра 2011. године пред комисијом у саставу: проф. др Мирко Васиљевић, проф. др Небојша Јовановић и проф. др Слободан Марковић. Други усмени докторски испит (предмети: Берзанско право и Банкарско право) положио је 27. јуна 2012. године пред комисијом у саставу: проф. др Небојша Јовановић и доцент др. Вук Радовић.

Говори енглески, руски и шпански језик, служи се латинским језиком. Завршио је курс енглеског језика намењен правницима – ILEC – International Legal English Certificate.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани-а Ранко СОВИЉ

број индекса ДСО4/2010

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом

„ПРАВНИ РЕЖИМ ОГРАНИЧЕЊА РИЗИКА У ПОСЛОВАЊУ
ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ“

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанда

У Београду, 21.01.2016.

Совиљ Ранко

Прилог 2.

Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада

Име и презиме аутора Ранко Сивиљ
Број индекса ДСО4/2010
Студијски програм ПОСЛОВНОПРАВНИ
Наслов рада ПРАВНИ РЕШЕНИЈА СТРАНИЧЕЊА РИЗИКА У ПОСЛОВАЊУ
Ментор ПРОФ. ДР НЕБОЈША ЈОВАНОВИЋ
ТРГОВАЦА, ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ

Потписани/а Сивиљ Ранко

Изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис докторанда

У Београду, 21.01.2016.

Сивиљ Ранко

Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

„ПРАВНИ РЕШИМ ОГРАНИЧЕЊА РИЗИКА У ПОСЛОВАЊУ
ТРГОВАЦА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ“

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство

- 2. Ауторство - некомерцијално
- 3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
- 4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
- 5. Ауторство – без прераде
- 6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

Потпис докторанда

У Београду, __11__ 21.01.2016.

Светло Ранко