

*Маст. Јована Брашић Стојановић, асистент  
Правног факултета Универзитета у Крагујевцу*

*УДК: 336.762  
DOI: 10.46793/XVMajsko.283BS*

## **ИНВЕСТИЦИОНЕ УСЛУГЕ БРОКЕРСКО-ДИЛЕРСКОГ ДРУШТВА\***

### ***Резиме***

*Учесници на финансијском тржишту, поред емитента и инвеститора, јесу и бројне услужне финансијске институције, које својом посредничком делатношћу битно доприносе привредном развоју кроз повезивање суфицитарног и дефицитарног сектора привреде. Међу бројним финансијским институцијама посебан значај имају брокерско-дилерска друштва. У раду аутор се бави истраживањем различитих облика инвестиционих услуга које обављају брокерско-дилерска друштва, са намером указивања на значај транспарентности и ефикасности приликом обављања делатности, значај правне сигурности, очување поверења у финансијске институције и важност заштите клијената. Такође, у раду аутор анализира и регулаторни оквир Републике Србије за пружање инвестиционих услуга од стране брокерско-дилерских друштава, који уз поштовање постављених стандарда, обезбеђује слободу у пружању инвестиционих услуга и правну сигурност за све учеснике на финансијском тржишту.*

***Кључне речи:*** *брокерско-дилерско друштво, инвестиционе услуге, заштита клијената, правна сигурност, најбољи интерес клијента.*

### **1. Уводна разматрања**

Развој националних економија условљен је стабилним и поузданим финансијским тржиштем, на коме се континуирано одвија процес повезивања инвестиционих и штедних јединица, суфицитарног и дефицитарног сектора привреде. Сусретање ових привредних субјеката и омогућавање ефикасног коришћења финансијских средстава могуће је једино кроз ефикасно деловање финансијских посредника. Услужне финансијске институције професионално обављају послове трговања на финансијском тржишту и посредовања између привредних субјеката као брокерско-дилерска друштва или овлашћене банке.

---

\* Рад је написан у оквиру пројекта Правног факултета Универзитета у Крагујевцу "XXI век – век услуга и Услужног права", бр. 179012, који финансира Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

У Републици Србији начин њиховог оснивања, обављања делатности и пословања, уређен је Законом о тржишту капитала,<sup>1</sup> као и споредним законодавством и бројним подзаконским правним актима, која детаљније разрађују поједине сегменте деловања инвестиционих друштава. Основна разлика између брокерско-дилерског друштва и овлашћене банке јесте у делатностима које могу обављати. Наиме, искључива делатност брокерско-дилерског друштва јесу послови препродаје хартија од вредности и пружања инвестиционих услуга, док овлашћене банке поред трговине на финансијским тржиштима, обављају и класичне банкарске послове кредитирања и платног промета.

Уређујући финансијско тржиште, субјекте који учествују на њему и активности које се на њему одвијају, српско право у знатној мери прихвата тековине европског права. У настојању ка приступању у чланство Европске уније, Република Србија извршила је хармонизацију својих правних прописа са правом Европске уније и у овој области. Стога, читав институционални оквир у Републици Србији заснива се на најважнијим директивама Европске уније, које уређују финансијско тржиште, међу којима је најзначајнија Директива о тржиштима финансијских инструмената.<sup>2</sup> Усвајајући принципе функционисања финансијских тржишта и поступања инвестиционих друштава на јединственом финансијском тржишту Европске уније, српско право прихвата бројне новине које се односе на увођење нове терминологије, разлике у дефинисању у односу на раније важеће правне прописе, постављању услова пословања, местима за трговање, као и принципима пословања инвестиционих друштава и њиховом односу са клијентима. Управо то је основни предмет научно-истраживачког рада, у складу са чим се аутор у раду бави анализом услова за оснивање и пословање брокерско-дилерског друштва, анализом инвестиционих услуга које пружају клијентима, а у посебном делу рада, нарочито истакнутом, и односом брокерско-дилерског друштва према својим клијентима приликом пружања инвестиционих услуга, уз осврт на значај поузданог правног оквира за обезбеђивање правне сигурности клијената, финансијских посредника и општих интереса.

---

<sup>1</sup> Закон о тржишту капитала Републике Србије, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016.

<sup>2</sup> 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, доступно на: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:32004L0039>.

## 2. Појам брокерско-дилерског друштва и значај на финансијском тржишту

Сврха оснивања и настајања брокерско-дилерских друштава јесте олакшавање трговине финансијским инструментима.<sup>3</sup> Успостављање везе између емитента и инвеститора, купца и продавца финансијских инструмената, у савременим условима пословања није могуће без деловања инвестиционих друштава. Задатак финансијских институција јесте да у улози посредника прикупљају вишкове од штедиша и позајмљују их лицима ради инвестирања и остваривања профита.<sup>4</sup> Поред пружања помоћи привредним субјектима у процесу инвестиционог одлучивања, активно деловање брокерско-дилерских друштава осигурава ефикаснију алокацију капитала, смањује трошкове на финансијском тржишту, подстиче конкуренцију на тржишту и утиче на смањивање информационе асиметрије и ризичности пословања. Финансијске институције такође креирају и нове новчане токове, што је неопходно за раст економије.<sup>5</sup> Резултат читавог тог ланца позајмљивања, задуживања и инвестирања, јесте остваривање користи за све.<sup>6</sup> Брокерско-дилерско друштво је посебан облик инвестиционих друштава, чија је основна и искључива делатност пружање инвестиционих услуга трећим лицима на финансијском тржишту, односно професионално обављање једне или више инвестиционих активности.<sup>7</sup> Имајући то у виду, јасно произилази да брокерско-дилерско друштво може бити носилац искључиво права и обавеза које проистичу из делатности које обавља, те му је правна способност специјална.<sup>8</sup> Такође, његова пословна способност је ограничена јер је доношење бројних одлука условљено сагласношћу Комисије за хартије од вредности, почевши од оснивања, преко надзора и пословања, па све до престанка брокерско-дилерског друштва.<sup>9</sup>

Трговином финансијским инструментима могу да се баве само правна лица којима држава то допусти, а што је нужно због великог ризика трговине, пре свега по улагаче, али и по трговце и опште интересе.<sup>10</sup> Сва брокерско-дилерска друштва морају бити основана у форми акционарских друштава, уз испуњавање

---

<sup>3</sup> Стојковић, Д., Фуртула, С., *Стање и перспективе инвестиционих друштава у Србији*, Зборник радова: Утицај глобализације на пословно управљање и економски развој Шумадије и Поморавља, Крагујевац, 2017, стр. 442.

<sup>4</sup> Tan Chwee, H., *Financial Markets and Institutions in Singapore*, NUS Business School, National University of Singapore, 2005, str. 3.

<sup>5</sup> Burton, M., Nesiba, R., Brown, B., *An Introduction to Financial Markets and Institutions*, Routledge, Taylor and Francis Group, London and New York, 2010, стр. 9.

<sup>6</sup> Исто, стр. 4.

<sup>7</sup> Закон о тржишту капитала Републике Србије, чл. 2, ст. 5.

<sup>8</sup> Јовановић, Н., *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 117.

<sup>9</sup> Види више: Јовановић, Н., *Уџбеник Берзанског права*, Београд, 2010, стр. 67-68.

<sup>10</sup> Јовановић, Н., *Право Европске уније о инвестиционим услугама*, Право и привреда, бр. 5-8/2006, стр. 839.

и неких додатних, специфичних услова. Минимални капитал који потиче из легалних извора је наредни услов за оснивање брокерско-дилерског друштва, а износ минималног капитала зависи од инвестиционе делатности коју брокерско-дилерско друштво намерава да обавља.<sup>11</sup> Сврха минималног капитала јесте да заштити клијента од штете коју може, намерно или ненамерно, проузроковати само брокерско-дилерско друштво.<sup>12</sup> Даљи услови се односе на подобност акционара који има квалификовано учешће у капиталу брокерско-дилерског друштва, организационих и техничких услова, усвајање општих аката, избор чланова управе брокерско-дилерског друштва. Нарочито важан услов односи се на обавезу запошљавања стручних лица, специјализованих за пружање појединих инвестиционих услуга. Овај услов посебно је важан ради омогућавања брокерско-дилерском друштву да поступа на најбољи начин по клијенте, савесно, стручно и поштено. По подношењу доказа о испуњености свих захтеваних услова за пословање на финансијском тржишту у улози трговца, Комисија за хартије од вредности у предвиђеном року од 60 дана издаје дозволу за рад брокерско-дилерском друштву. Како се брокерско-дилерско друштво оснива по систему одобрења, а он има две фазе, своју делатност брокерско-дилерско друштво почиње да обавља тек по упису у одговарајући регистар привредних субјеката.

### **3. Пружање инвестиционих услуга од стране брокерско-дилерског друштва**

Искључива делатност брокерско-дилерских друштава јесте пружање инвестиционих услуга на финансијском тржишту. Таква делатност чини их нужном кариком у успостављању односа између клијената, продавца и купца, и берзе.<sup>13</sup> Усвајањем Закона о тржишту капитала у Републици Србији, по угледу на Директиву о тржиштима финансијских инструмената, уведене су новине о месту трговања финансијским инструментима, па се тако брокерско-дилерско друштво укидањем правила о концентрацији,<sup>14</sup> које су предвиђале поједине европске

---

<sup>11</sup> Износи минималног капитала, потребни за пружање инвестиционих услуга, предвиђени су Законом о тржишту капитала Републике Србије, чл. 149. и крећу се у распону од 125.000 евра у динарској противвредности, 200.000 евра у динарској противвредности и 730.000 евра у динарској противвредности, у зависности од врсте инвестиционе услуге.

<sup>12</sup> Шошкић, Д., Живковић, Б., *Финансијска тржишта и институције*, Београд, 2007, стр. 508.

<sup>13</sup> Дрљача, З., *Инфраструктура тржишта капитала Републике Српске*, Годишњак Факултета правних наука, година 6, бр. 6, Бања Лука, 2016, стр. 218.

<sup>14</sup> Принцип концентрације, који је подразумевао монопол берзи услед чињенице да су се сви налози клијената извршавали на берзи, укинут је усвајањем Директиве о тржиштима финансијских инструмената. Види више: Лабудовић Станковић, Ј., *Финансијска тржишта Европе: преглед и анализа*, Крагујевац, 2012, стр. 31-32.

земље, појављује као трговац на регулисаном тржишту, мултилатералној трговачкој платформи и ОТП тржишту.<sup>15</sup> У извршавању приспелих налога клијената, обавеза је брокерско-дилерског друштва да се води принципом о извршавању налога под најповољнијим условима за клијента, водећи рачуна о овлашћењима и границама које му клијент поставља, у складу са чим му је пружена слобода да налог изврши на сегменту финансијског тржишта за који се определи сам или у договору са клијентом. Брокерско-дилерска друштва тиме могу тражити место за најбоље извршење налога клијента.<sup>16</sup>

Брокерско-дилерско друштво може пружати само оне инвестиционе услуге на које га закон овлашћује и за које испуњава услове, што потврђује и Комисија за хартије од вредности издавањем одобрења. Све инвестиционе услуге, које брокерско-дилерско друштво може обављати, сврстане су на основне и додатне услуге. Основне инвестиционе услуге и активности, које брокерско-дилерско друштво може обављати јесу пријем и пренос налога о продаји и куповини финансијских инструмената, извршење налога за рачун клијента, трговање за сопствени рачун, што спада у класичан дилерски посао,<sup>17</sup> управљање портфолиом, односно скупом финансијских инструмената у власништву клијента, инвестиционо саветовање клијената о улагању у финансијске инструменте, услуге покровитељства уз обавезу откупа и преузимање ризика емисије, услуге у вези са понудом и продајом финансијских инструмената без обавезе откупа, управљање мултилатералним трговачким платформама.<sup>18</sup> Поред ових основних инвестиционих услуга, брокерско-дилерско друштва може обављати и додатне инвестиционе услуге у које спадају чување и администрирање финансијских инструмената за рачун клијената, одобравање кредита или зајмова инвеститорима како би могли да изврше трансакције у вези са финансијским инструменатима, савети друштвима у вези са структуром капитала, пословном стратегијом, спајањем и куповином друштава и другим сличним питањима, услуге девизног пословања у вези са пружањем инвестиционих услуга, истраживање и финансијска анализа у области инвестирања, услуге у вези са покровитељством, инвестиционе услуге и активности, као и неке додатне активности везане за финансијске инструменте

---

<sup>15</sup> Место трговања је свако регулисано тржиште, МТП или ОТП. Закон о тржишту капитала Републике Србије, чл. 2, ст. 22а. Овакво решење усвојено је усвајањем Закона о изменама и допунама Закона о тржишту капитала Републике Србије, *Службени гласник РС*, бр. 108/2016.

<sup>16</sup> Чулиновић Херц, Е., *Начин посупања инвестицијских друштава према клијентима при обављању инвестицијских услуга и спорови због повреде тих правила*, Зборник правног факултета у Риједи, вол. 31, бр. 1, 2010, стр. 68.

<sup>17</sup> Брокерско-дилерска друштва могу трговати и за свој рачун чиме губе своју посредничку улогу и учествују на финансијском тржишту као и остали професионални и индивидуални инвеститори. Стојковић, Д., Фуртула, С., *нав. чланак*, стр. 442.

<sup>18</sup> Закон о тржишту капитала Републике Србије, чл. 2, ст. 8.

изведене из основних.<sup>19</sup> Пружање инвестиционих услуга прецизно је уређено законском регулативом, у оквиру које се морају кретати и правне норме општих правних аката брокерско-дилерских друштава, којима се уређује начин њиховог пословања. Брокерско-дилерска друштва могу обављати једну или више од наведених инвестиционих услуга. Када пружају већину инвестиционих услуга предвиђених законским нормама каже се да пружају „*луну услугу*“.<sup>20</sup> Уређеност финансијских тржишта и активности на њима омогућава стварање онога што трговцима највише погодује за ширење послова - поверења.<sup>21</sup>

Пружање инвестиционих услуга клијентима означава се још као обављање брокерских послова, који се могу груписати на посредовање, заступање и комисионе послове, у зависности од начина наступања брокерско-дилерског друштва на финансијском тржишту, као и на послове управљања и чувања портфолиа, кредитирања и инвестиционог саветовања. Пословање и пружање инвестиционих услуга брокерско-дилерског друштва почиње закључивањем уговора о налогу или уговора о пружању услуга са клијентом. Основни предуслов стабилности уговорног односа јесте поштовање преференција обе уговорне стране.<sup>22</sup> Након закључења уговора у писменој форми, брокерско-дилерско друштво наступа на финансијском тржишту закључујући берзански посао, односно уговор о купопродаји финансијских инструмената под условима и на начин како га је клијент овластио, или пружа клијенту другу професионалну услугу из опуса своје редовне инвестиционе делатности. Све обавезе које преузима брокерско-дилерско друштво према клијенту, као и сви посебни услови под којима ће бити пружена нека инвестициона услуга, прецизирају се уговором између клијента и брокерско-дилерског друштва. Прописивање обавезе закључивања уговора, предвиђање форме и садржине уговора о регулисању међусобних правних односа, даје значајан допринос учвршћивању економске и правне сигурности уговорних страна.<sup>23</sup> Пре склапања уговора са клијентом, којим се прецизира намеравана инвестициона услуга, брокерско-дилерско друштво мора да информисе клијенте о себи, о услугама које пружа, о финансијским инструментима и стратегији улагања у финансијске инструменте, о начину извршења трансакције, као и о трошковима и провизији коју зарачунава.<sup>24</sup> Транспарентност пословања трговаца на финансијском тржишту основ је стварања односа међусобног поверења између трговца и клијента, али и

---

<sup>19</sup> Закон о тржишту капитала Републике Србије, чл. 2, ст. 9.

<sup>20</sup> Шошкић, Д., Живковић, Б., *нав. дело*, стр. 53.

<sup>21</sup> Штимац, М., *Финансијска писменост у Србији – бележење и извршење трансакција у Србији од почетка XVIII до половине XX века - II део*, Банкарство, бр. 4/2014, стр. 18.

<sup>22</sup> Шошкић, Д., Живковић, Б., *нав. дело*, стр. 505.

<sup>23</sup> Славнић, Ј., *Поливалентност данског Закона о посредницима осигурања са нагласком на регулисање обавеза брокера осигурања*, Европска ревија за право осигурања, бр. 2/2015, стр. 18.

<sup>24</sup> Чулиновић Херц, Е., *нав. чланак*, стр. 55.

основ уливања поверења инвестиционој јавности у рад трговца и поузданост финансијског тржишта.

Основни вид трговине инвестиционих друштава јесте брокерско посредовање, које на финансијском тржишту повезује понуду и тражњу.<sup>25</sup> Основ обављања ових инвестиционих услуга брокерско-дилерског друштва јесте уговор о налогу, који закључује са клијентом, у коме се прецизира сам посао који је потребно обавити за клијента, начин иступања брокерско-дилерског друштва на финансијском тржишту, као и границе у оквиру којих се мора кретати посредник. Без обзира да ли је задатак брокерско-дилерског друштва да доведе у везу свог клијента са трећим лицем не би ли закључили посао или да закључи уговор са трећим лицем у име клијента или у своје име, брокерско-дилерско друштво увек иступа за рачун клијента, те све користи које стекне на финансијском тржишту припадају клијенту. Приликом извршавања налога брокерско-дилерско друштва морају предузети све разумне кораке за постизање најповољнијег исхода за клијента.<sup>26</sup> Најповољније извршавање налога је правни стандард који се процењује на основу увида у укупне трошкове трансакције, брзину и вероватноћу извршења, величину и врсту налога.<sup>27</sup>

Брокерско-дилерско друштво може пружати клијенту услуге чувања и управљања скупом финансијских инструмената у својини клијента, а правни основ за обављање овог посла јесте уговор о управљању портфолиом финансијских инструмената. Још су пословне банке у време двадесетих и тридесетих година прошлог века развиле и пружале услуге вођења портфолиа и корпоративних радњи.<sup>28</sup> Услугу управљања портфолиом брокерско-дилерско друштво реализује кроз остваривање права из финансијских инструмената клијента и испуњавање обавеза, кроз куповину и продају финансијских инструмената, односно располагање имовином клијента. Степен поверења клијента према брокерско-дилерском друштву определиће клијенте да одобре потпуно и самостално или делимично управљање рачуном.<sup>29</sup> Поверавање вођења рачуна и чувања финансијских инструмената клијента не значи аутоматски и овлашћење на управљање портфолиом, већ је за управљање неопходно то и навести у уговору. Тек тада је брокерско-дилерско друштво овлашћено да управља портфолиом без да му је потребна сагласност клијента. Клијент ангажује брокерско-дилерско друштво ради смањења ризика, увећања користи, као и остваривање његових стратешких циљева на поузданији начин. Циљ ове

---

<sup>25</sup> Шошкић, Д., Живковић, Б., *нав. дело*, стр. 507.

<sup>26</sup> Чулиновић Херц, Е., *нав. чланак*, стр. 68.

<sup>27</sup> Види више: Чулиновић Херц, Е., *нав. чланак*, стр. 68.

<sup>28</sup> Штимац, М., *нав. чланак*, стр. 26.

<sup>29</sup> Влаовић, С., *Брокерско-дилерско друштва као посредници на финансијском тржишту*, Школа бизниса, бр. 2/2008, стр. 77.

активности брокерско-дилерског друштва јесте очување и увећање укупне вредности портфолиа.<sup>30</sup>

Пружање услуге позајмљивања финансијских инструмената може бити једна од професионалних делатности брокерско-дилерског друштва. Брокерско-дилерско друштво може позајмљивати финансијске инструменте једног свог клијента другом клијенту, инвестиционом друштву или кредитној институцији, која је члан Централног регистра хартија од вредности, само уколико га је клијент на то овластио.<sup>31</sup> Са друге стране, своје финансијске инструменте брокерско-дилерско друштво може слободно позајмљивати клијенту.

Брокерско-дилерско друштво може клијентима давати стручна мишљења и савете о њиховом пословању, ради лакшег доношења одлука о располагању финансијским инструментима, њиховој куповини, задржавању или продаји.<sup>32</sup> Честа је ситуација да једна уговорна страна не зна довољно о другој уговорној страни да би донела исправну одлуку, у складу са чиме ће користити услуге финансијских посредника.<sup>33</sup> Користећи ову врсту професионалних услуга, клијент на основу сазнања која добија од брокерско-дилерског друштва, а која су заснована на свим расположим информацијама о кретању понуде и тражње на финансијском тржишту, најбољем стручном знању и умећу, као и професионалном искуству, самостално доноси одлуку о пословном подухвату који намерава да предузме. Инвестициони савети јесу само основ за правилније одлучивање и схватање ризика који носи пословање на финансијском тржишту. Инвестициони саветник не доноси одлуке уместо клијената јер би у том случају био брокер или портфолио менаџер.<sup>34</sup> Када пружа услугу инвестиционог саветовања, брокерско-дилерско друштво мора да утврди ниво знања и искуства клијента о улагању у финансијске инструменте, да се упозна са његовим имовинским положајем и утврди циљеве клијента како би му препоручило оне облике улагања који су прилагођени потребама клијента.<sup>35</sup>

Уколико испуњава услове предвиђене Законом о тржишту капитала, посебно у погледу висине минималног капитала, брокерско-дилерско друштво може се бавити и пружањем услуга покровитељства. Покровитељство емисије је делатност коју услед ризичности могу обављати само посебно овлашћена лица веће имовинске снаге, а на основу посебног уговора о покровитељству, који брокерско-дилерско друштво закључује са клијентом – емитентом.<sup>36</sup> Покровитељство је заправо посао којим се преузима ризик неуспеха емисије кроз

---

<sup>30</sup> Јовановић, Н., *Уџбеник Берзанског права*, стр. 72.

<sup>31</sup> Закон о тржишту капитала Републике Србије, чл. 182, ст. 4.

<sup>32</sup> Јовановић, Н., *Уџбеник ...*, стр. 73.

<sup>33</sup> Miahkin, F., Ерић, Д., Живковић, Б., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Београд, 2006, стр. 32.

<sup>34</sup> Стојковић, Д., Фуртула, С., *нав. чланак*, стр. 443.

<sup>35</sup> Чулиновић Херц, Е., *нав. чланак*, стр. 55.

<sup>36</sup> Стојковић, Д., Фуртула, С., *нав. чланак*, стр. 443.



организовање читавог процеса емисије, када издавалац долази до потребног капитала за обављање намераваног пословног подухвата. Покровитељ на себе често преузима и послове организовања емисије.<sup>37</sup> Услуге покровитељства подразумевају читав низ радњи, почевши од испитивања тржишта пре емисије, планирање емисије, извештавање инвеститора о емисији, прибављање дозвола од надлежних органа, израђивање проспекта, утврђивања исхода, за шта покровитељ наплаћује одговарајућу провизију клијенту.<sup>38</sup> Међутим, посебан вид покровитељства јесте покровитељство са откупом, када поред свих ових послова, покровитељ откупљује финансијске инструменте ради њихове препродаје и зараде на разлици у цени чиме се трансформише у дилера и излази ван опуса класичних послова пружања услуга клијентима.

#### **4. Начин пословања брокерско-дилерског друштва**

Брокерско-дилерско друштво приликом пружања инвестиционих услуга мора се придржавати одређених правила и начела у пословању, која су од интереса по само друштво, клијенте и укупну трговину на финансијском тржишту. Тако, брокерско-дилерско друштво мора водити рачуна о ризицима којима је изложено приликом пословања, као и финансијској стабилности лица са којима послује. Висина капитала током обављања инвестиционих услуга брокерско-дилерског друштва у сваком тренутку мора бити у унапред предвиђеној висини, како би се обезбедила финансијска стабилност, спречио застој у трговини и штета клијентима. Обавеза је брокерско-дилерског друштва да води рачуна о приливима и одливима новца током обављања инвестиционих услуга. Брокерско-дилерско друштво мора да буде стално ликвидно и да редовно израчунава коефицијент своје ликвидности.<sup>39</sup> Такође, ради додатне сигурности у свом пословању, као и ради сигурности клијента коме пружа инвестициону услугу, брокерско-дилерско друштво мора образовати резерве, које ће се користити у тачно предвиђеним ситуацијама и на унапред познат начин.

Правни прописи указују на важност сигурног и поштеног берзанског пословања, те самим тим и постављају основе поступања у пружању инвестиционих услуга. Инвестиционо друштво би требало да поступа у доброј вери, коректно и професионално, у складу са најбољим интересом клијента.<sup>40</sup> Основни циљ јесте очувати правну сигурност, што је једино могуће поштовањем унапред постављених правила. Са друге стране, у истом циљу, главни задатак

---

<sup>37</sup> Лабудовић Станковић, Ј., *Покровитељство (посао преузимања емисије)*, Зборник радова: Услуге и одговорност, Крагујевац, 2017, стр. 306.

<sup>38</sup> *Исто*, стр. 444.

<sup>39</sup> Дрљача, З., *нав. дело*, стр. 218.

<sup>40</sup> Kochenburger, P., Zhiyan Li, R., Marano, P., *Сукоб интереса брокера осигурања Актуелно стање у САД, Кини и изгледи за правно регулисање у ЕУ*, Ревизија за право осигурања, год. 9, бр. 1/2010, стр. 18.

државе је адекватно регулисање већ довољно сложеног берзанског пословања. Стабилан и поуздан институционални оквир смањује ризике у пословању брокерско-дилерских друштава. Правила поступања брокерско-дилерских друштава поставила је Директива о тржиштима финансијских инструмената, али су она имплементирана и у национални правни систем усвајањем законских прописа. За основ поштеног и фер наступања финансијских посредника на тржишту установљено је правило заштите интереса клијента у коме се сублимирају правила о добром пословању, извршавању налога под најповољнијим условима и правила о избегавању сукоба интереса. Остваривање оптималних интереса учесника на финансијском тржишту, обе уговорне стране, представља укупну филозофију тржишних односа и свих учесника на финансијском тржишту.<sup>41</sup> Брокерско-дилерска друштва у обавези су да послују по начелу поштеног, праведног и професионалног поступања, у најбољем интересу клијента, имајући у виду да су у надређеном положају према клијенту.<sup>42</sup> Све значајне информације клијенту морају бити доступне, познате пре извршења саме инвестиционе услуге и саопштене на јасан начин, тако да клијент може схватити важност презентованих чињеница. Такође, морају се узети у обзир посебне околности за сваког клијента и њихов инвестициони профил мора бити усклађен са улагањем.<sup>43</sup>

## **5. Заштита клијената као основни принцип деловања на финансијском тржишту**

У наступању на финансијском тржишту брокерско-дилерска друштва морају се водити најбољим интересом клијента, те своје интересе подредити интересима клијената. Брокерско-дилерско друштво, као финансијског посредника, клијент ће ангажовати јер верује да ће поступати искључиво у његовом интересу, на основу знања, стручности и искуства.<sup>44</sup> Такво пословање омогућава развој финансијског тржишта, као и развој конкуренције међу учесницима на њему. Предуслов здраве конкуренције и здравог тржишног надметања јесте равноправност свих учесника на финансијском тржишту изражена кроз једнаке могућности приступа тржишту, једнаку правну заштиту, у складу са улогом и делатношћу коју на финансијском тржишту одређени субјекат има.<sup>45</sup>

Основна обавеза брокерско-дилерских друштава јесте извршавање налога клијената под најповољнијим условима, као и поштено, савесно и коректно

---

<sup>41</sup> Дрљача, З., *нав. чланак*, стр. 210.

<sup>42</sup> Чулиновић Херц, Е., *нав. чланак*, стр. 64.

<sup>43</sup> *Исто*.

<sup>44</sup> Марковић, М., *Проблем сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената*, Право и привреда, год. 46, бр. 5/8, 2009, стр. 574.

<sup>45</sup> Види више: Јовановић, Н., *Уџбеник Берзанског права*, стр. 41-43.

поступање према клијенту. Заснивањем уговорног односа са клијентом, брокерско-дилерско друштво, као налогопримац, преузима на себе обавезу реализовања налога у границама које му поставља клијент. Излажење из оквира постављених налогом клијента, представља вид неоснованог поступања брокерско-дилерског друштва, прекорачење граница постављених пуномоћјем, те за собом повлачи и одређене правне последице. Изузетне су ситуације у којима брокерско-дилерско друштво може одступити од налога клијента и то искључиво у циљу општег интереса и спречавања велике штете учесницима у трговини. Брокерско-дилерско друштво је дужно да налоге клијената извршава под најповољнијим условима, те да предузме све мере и радње како би имајући у виду цену, трошкове, брзину, могућност извршења, природу и све друге околности у вези са извршењем, налог био извршен под условима најповољнијим по клијента.

Почетни услов савесног поступања брокерско-дилерског друштва испољава се кроз захтев за равноправним третманом свих својих клијената, без повлашћивања појединих клијената, чињење уступака према њима и пружање привилегија. То је уједно и једини начин омогућавања извршења налога клијената по унапред предвиђеном редоследу.<sup>46</sup> Приликом закључења уговора са клијентом брокерско-дилерско друштво преузима на себе обавезу упознавања клијената, сазнања њихових интереса и циљева. Такође, брокерско-дилерско друштво преузима на себе обавезу и да клијенте упозна са начином свог поступања, деловања на тржишту, принципима рада, као и тарифником за пружање инвестиционих услуга. Један од битних задатака савременог пословања јесте разумети клијенте, препознати њихове потребе и жеље, испунити исте уз покушај за превазилажењем очекивања клијената.<sup>47</sup> Брокерско-дилерско друштво дужно је да обавести клијента о сваком извршеном послу и испуњеном налогу и пренесе му све стечене користи. Њихова обавеза је да информишу клијенте о свим потребним чињеницама да би се трансакције оствариле на обострано задовољство.<sup>48</sup> Транспарентност у пословању је кључни фактор ефикасног трговања брокерско-дилерских друштава на финансијском тржишту. Све податке о клијенту, означене као пословна тајна, брокерско-дилерско друштво мора чувати и не сме их одавати трећим лицима. Изузетно, под одређеним условима, податке до којих је брокерско-дилерско друштво дошло у пословању са клијентом, може пренети трећим лицима, и то само ако добије писмену сагласност клијента, током надзора који врши Комисија за хартије од

---

<sup>46</sup> Брокерско-дилерско друштво дужно је да се придржава реда првенства у извршавању налога клијената. Тако, као први критеријум узима се првенство у пристизању налога, потом већа вредност налога, онда стање веће нужде у коме се налог налази и тек на крају се приступа жребању.

<sup>47</sup> Северовић, К., Мартишковић, Ж., Хоржин, А., *Управљање односима с клијентима и квалитета услуга*, Зборник велеучилишта у Карловцу, год. II, бр. 1/2012, стр. 116.

<sup>48</sup> Влаовић, С., *нав. чланак*, стр. 75.

вредности, Централни регистар хартија од вредности или организатор тржишта, на основу налога суда, као и на основу налога органа који се бави спречавањем прања новца или финансирања тероризма, односно другог надлежног органа.<sup>49</sup>

Брокерско-дилерско друштво дужно је да се придржава начела сигурног и поштеног пословања. Приликом пружања инвестиционих услуга клијентима, брокерско-дилерско друштво је дужно да ставља интересе својих клијената испред сопствених интереса и послује правично, савесно и професионално.<sup>50</sup> Брокерско-дилерска друштва имају фидуцијарну дужност према клијентима.<sup>51</sup> Фидуцијарна дужност брокерско-дилерског друштва ограничена је питањима која су од значаја за послове, чије му је обављање клијент поверио.<sup>52</sup> Кључно питање је које дужности произилазе из фидуцијарног односа, а одговор на то питање зависи од конкретног односа између брокерско-дилерског друштва и клијента и функција које обавља брокерско-дилерско друштво.<sup>53</sup>

Један од темељних принципа заштите клијената јесте забрана сукоба интереса брокерско-дилерског друштва са интересима клијената. Постојање дужности лојалности брокерско-дилерског друштва један је од основних разлога за настанак сукоба интереса.<sup>54</sup> Како је клијент у подређеном положају у односу на брокерско-дилерско друштво, може лако доћи до злоупотреба у циљу прибављања користи за себе, а на штету клијента. Пружањем и обављањем већег броја инвестиционих услуга и активности повећава се могућност сукоба интереса између различитих активности брокерско-дилерског друштва и интереса клијента.<sup>55</sup> Финансијски посредник може бити укључен као налогодавац са учешћем у трансакцији, у којој такође има улогу инвестиционог саветника, зајмодавца или покровитеља, стварајући тиме подстицај да свој интерес стави испред интереса клијента.<sup>56</sup> До сукоба интереса долази услед чињенице да постоји читав низ професионалних услуга и послова које брокерско-дилерско

---

<sup>49</sup> Закон о тржишту капитала Републике Србије, чл. 166.

<sup>50</sup> Закон о тржишту капитала Републике Србије, чл. 164, ст. 1.

<sup>51</sup> Један од извора оперативних ризика (нефинансијских ризика, који су последица неусаглашених поступака, интерног и екстерног фактора) јесу губици настали у односима са клијентима, пласманом производа или у пословној пракси инвестиционих друштва, који се односе на транспарентност, међу којима јесу, на пример, и кршење фидуцијарне дужности, приватности, злоупотреба поверљивих информација. Совиљ, Р., Стојковић-Златановић, С., *Модели управљања оперативним ризиком у инвестиционим друштвима у процесу европских интеграција*, Мегатренд ревија, вол. 15, бр. 2/2018, стр. 4.

<sup>52</sup> Laby, A., *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, 55 Villanova Law Review, Vol. 55, Issue 3/2010, стр. 714.

<sup>53</sup> Hazen, T. L., *Are existing stock broker standards sufficient? – principles, rules and fiduciary duties*, Columbia Business Law Review, No. 3/2010, стр. 740.

<sup>54</sup> Марковић, М., *нав. чланак*, стр. 565.

<sup>55</sup> Чулиновић Херц, Е., *нав. чланак*, стр. 65.

<sup>56</sup> Walter, I., *Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Service Firms*, European Management Journal Vol. 22, No. 4/2004, стр. 363.

друштво може обављати за своје клијенте, да приликом извршења својих послова има „известан степен дискреције...“;<sup>57</sup> при чему је дужно да се у реализовању својих обавеза води интересом клијента. Брокерско-дилерско друштво дужно је да избегава сукоб интереса са клијентом, те је дужно да своје пословање организује тако да се на најмању могућу меру сведу потенцијални сукоби интереса његових клијената и интереси самог брокерско-дилерског друштва, као и да предузима све неопходне мере да до сукоба интереса не дође. Уколико се ни применом одговарајућих метода и мера сукоб интереса не може отклонити и избећи, брокерско-дилерско друштво је дужно да на јасан начин објасни клијенту природу и изворе сукоба интереса, и то пре пружања услуга.<sup>58</sup> Све напред наведено наводи на закључак да је негативна последица сукоба интереса губитак поверења клијента у пословање брокерско-дилерског друштва, што негативно утиче на развој и ефикасност финансијског тржишта, и прети да угрози његову стабилност, а самим тим и стабилност привреде једне земље.<sup>59</sup>

Директива о тржиштима финансијских инструмената дели све клијенте брокерско-дилерског друштва на мале клијенте и професионалне клијенте, а такву класификацију клијената усваја и Закон о тржишту капитала Републике Србије. Основ наведене поделе јесте у различитом степену брижљивости коју је брокерско-дилерско друштво дужно да покаже приликом пружања професионалних услуга малом и професионалном клијенту, односно улагачу.<sup>60</sup> Клијенти који нису у стању да сами доносе инвестиционе одлуке и да процењују инвестициони ризик, сматрају се неуким, у складу са чим уживају појачану заштиту.<sup>61</sup> Заштиту коју ужива неуки улагач може уживати и професионални клијент под условом да у писмено закљученом уговору са брокерско-дилерским друштвом прецизира да не жели да буде третиран као професионални клијент. Оваква могућност предвиђена је законским одредбама,<sup>62</sup> а посебно је значајна у ситуацијама у којима без обзира на своју финансијску стабилност, клијент брокерско-дилерског друштва не може схватити ризичност трговине финансијским инструментима.

Брокерско-дилерска друштва учесници су како примарног, тако и секундарног тржишта. Захваљујући њиховом деловању одржава се ликвидност тржишта, креира се тржиште и продубљује, што повратно врши утицај на све сигурнију и чвршћу позицију брокерско-дилерских друштава на њему. Развијенија, функционалнија и организованија финансијска тржишта омогућавају лакшу и

---

<sup>57</sup> Види више: Марковић, М., *нав. чланак*, стр. 562.

<sup>58</sup> Чулиновић Херц, Е., *нав. чланак*, стр. 65.

<sup>59</sup> Марковић, М., *нав. чланак*, стр. 562.

<sup>60</sup> Чулиновић Херц, Е., *нав. чланак*, стр. 61.

<sup>61</sup> Јовановић, Н., *нав. чланак*, стр. 854.

<sup>62</sup> Закон о тржишту капитала РС, чл. 172.

сигурнију сарадњу привредних субјеката, што представља крајњи циљ који доводи до развоја и побољшања благостања целе друштвене заједнице.<sup>63</sup>

## 6. Закључна разматрања

Током процеса усаглашавања домаћег правног система са правом Европске уније, домаћи законодавац није заобишао ни област финансијских тржишта, функционисања инвестиционих друштава и обављања инвестиционих услуга. Регулаторни оквир у коме егзистирају финансијска тржишта постао је јако сложен имајући у виду развијеност тржишних структура Републике Србије. Ипак, такво стање ствари условило је убрзан развој финансијског тржишта, као и прилагођавање савременим условима пословања.

Важну улогу на финансијском тржишту, поред издаваоца и улагача, имају и брокерско-дилерска друштва која наступају у улози професионалних пружаоца инвестиционих услуга. Значај деловања брокерско-дилерских друштава испољава се кроз повезивање дефицитарног и суфицитарног сектора привреде на финансијском тржишту, као и креирање ликвидности финансијских тржишта. Најважнија функција брокерско-дилерских друштава јесте у пружању инвестиционих услуга улагачима и издаваоцима, купцима и продавцима финансијских инструмената. У пружању инвестиционих услуга брокерско-дилерска друштва дужна су да се воде основним начелима о заштити клијената старајући се о очувању економске и правне сигурности. Поштовање постављених принципа и начела у пословању, као и заштита клијената од стране финансијских посредника, улива додатну стабилност финансијском тржишту, што се одражава и на стабилност читаве економије. Очување поверења јавности у функционисање финансијских тржишта и његово ефикасно деловање, могуће је једино уз обезбеђивање поуздане инфраструктуре финансијских тржишта постављене правним оквиром.

Како су финансијска тржишта најосетљивији сегмент укупне економије једне државе, она су највише и регулисана, а све са циљем очувања правне сигурности учесника у правном промету. Прихватајући већ постављене међународне стандарде и стандарде настале интеграцијом европских тржишта, законодавац имајући у виду профитну орјентисаност брокерско-дилерских друштава, поставља критеријуме и услове њиховог наступања на финансијском тржишту који омогућавају лако долажење до високих зарада, а са друге стране адекватну заштиту интереса клијената и осталих учесника на финансијском тржишту. Основ ефикасног функционисања финансијских тржишта и њихове стабилности јесте поверење у финансијске институције, које се професионално баве пружањем инвестиционих услуга и без којих нема трговине на финансијском тржишту. Такво стање ствари наводи на закључак да је ефикасно, транспарентно и савесно обављање инвестиционих услуга од стране брокерско-

---

<sup>63</sup> Дрљача, З., *нав. чланак*, стр. 210.

дилерских друштава кључни основ покретања привредне активности и развоја једне земље.

*Jovana Brašić Stojanović, LL.M., Assistant  
Faculty of Law, University of Kragujevac*

## **INVESTMENT SERVICES OF BROKER-DEALER COMPANY**

### ***Summary***

*Participants in the financial market, in addition to issuers and investors, are also numerous service financial institutions, which through their intermediary activity significantly contribute to economic development through the linking of the surplus and deficit sector of the economy. Among many financial institutions, broker-dealer companies have a special importance. The author deals with the research of various forms of investment services performed by broker-dealer companies, with the intention of highlighting the importance of transparency and efficiency in the performance of activities, the importance of legal security, the preservation of trust in financial institutions and the importance of client protection. Also, the author analyzes the regulatory framework of the Republic of Serbia for the provision of investment services by broker-dealer companies, which, in compliance with the set standards, provides freedom in providing investment services and legal security for all participants in the financial market.*

**Key words:** *broker-dealer company, investment services, client protection, legal security, best interest of the client.*

### **Литература**

- Burton, M., Nesiba, R., Brown, B., *An Introduction to Financial Markets and Institutions*, Routledge, Taylor and Francis Group, London and New York, 2010.
- Влаовић, С., *Брокерско-дилерска друштва као посредници на финансијском тржишту*, Школа бизниса, бр. 2/2008.
- Дрљача, З., *Инфраструктура тржишта капитала Републике Српске*, Годишњак Факултета правних наука, Бања Лука, год. 6, бр. 6/2016.

- Јовановић, Н., *Право Европске уније о инвестиционим услугама*, Право и привреда, бр. 5-8/2006.
- Јовановић, Н., *Берзанско право*, Београд, 2009.
- Јовановић, Н., *Уџбеник Берзанског права*, Београд, 2010.
- Kochenburger, P., Zhiyan Li, R., Marano, P., *Сукоб интереса брокера осигурања Актуелно стање у САД, Кини и изгледи за правно регулисање у ЕУ*, Ревизија за право осигурања, год. 9, бр. 1/2010.
- Laby, A., *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, 55 Villanova Law Review, Vol. 55, Issue 3, 2010.
- Лабудовић Станковић, Ј., *Финансијска тржишта Европе: преглед и анализа*, Крагујевац, 2012.
- Лабудовић Станковић, Ј., *Покровитељство (посао преузимања емисије)*, Зборник радова: *Услуге и одговорност*, Крагујевац, 2017.
- Марковић, М., *Проблем сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената*, Право и привреда, год. 46, бр. 5-8/2009.
- Miahkin, F., Ерић, Д., Живковић, Б., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Београд, 2006.
- Северовић, К., Мартишковић, Ж., Хоржин, А., *Управљање односима с клијентима и квалитета услуга*, Зборник велеучилишта у Карловцу, год. II, бр. 1/2012.
- Славнић, Ј., *Поливалентност данског Закона о посредницима осигурања са нагласком на регулисање обавеза брокера осигурања*, Европска ревија за право осигурања, 2/2015.
- Совиљ, Р., Стојковић-Златановић, С., *Модели управљања оперативним ризиком у инвестиционим друштвима у процесу европских интеграција*, Мегатренд ревија, вол. 15, бр. 2/2018.
- Стојковић, Д., Фуртула, С., *Стање и перспективе инвестиционих друштава у Србији*, у: Утицај глобализације на пословно управљање и економски развој Шумадије и Поморавља, Крагујевац: Економски факултет, 2017.
- Tan Chwee, H., *Financial Markets and Institutions in Singapore*, NUS Business School, National University of Singapore, 2005.
- Hazen, T. L., *Are existing stock broker standards sufficient? – principles, rules and fiduciary duties*, Columbia Business Law Review, No. 3/2010.
- Чулиновић Херц, Е., *Начин посупања инвестицијских друштава према клијентима при обављању инвестицијских услуга и спорови због повреде тих правила*, Зборник правног факултета у Риједи, вол. 31, бр. 1/2010.
- Шошкић, Д., Живковић, Б., *Финансијска тржишта и институције*, Београд, 2007.
- Штимац, М., *Финансијска писменост у Србији – бележење и извршење трансакција у Србији од почетка XVIII до половине XX века - II део*, Банкарство, бр. 4/2014.
- Walter, I., *Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Service Firms*, European Management Journal Vol. 22, No. 4/2004.
- Закон о тржишту капитала Републике Србије, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016.
- 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.