

др Добросав МИЛОВАНОВИЋ  
ванредни професор Правног факултета Универзитета у Београду  
др Владо КОВАЧЕВИЋ  
специјални саветник министра, Министарство пољопривреде  
и заштите животне средине

## ПРЕДУСЛОВИ И ЗНАЧАЈ РАЗВОЈА БЕРЗАНСКОГ И ОТЦ ТРЖИШТА ТЕРМИНСКИХ УГОВОРА У СРБИЈИ\*

### Резиме

*Циљ овог рада је да укаже на значај развоја терминских уговора за привреду Србије и на законски оквир као предуслов за њихово делотворно трговање у пракси.*

*По врстама термински уговори могу бити: форварди, фјучерси, опције и свопови. Према степену организације тржишта дериватних уговора могу се поделити на берзе (тргује се фјучерсима и стандардизованим опцијама) и ОТЦ (Over-The-Counter) ванберзанска тржишта (тргује се форвардима, нестандардизованим опцијама и своповима).*

*Развијена тржишта терминских уговора омогућавају осигурање цене/вредности активе која је у подлози терминског уговора, или климатских параметара. На овај начин постиже се позитиван утицај кроз откривање будућих цена што доприноси и смањењу волатилности цена, смањењу инфлаторног притиска и сл.*

*Иако у Србији постоје законске могућности за успостављање тржишта терминских уговора до трговања овом врстом хартија од вредности није дошло. Узроци су пре свега у неадекватном законском оквиру, као и у чињеници да нису успостављени предуслови у виду општег пословног окружења које је од значаја за трговање терминским уговорима.*

*Резултати рада су показали да би се доградњом законског оквира у области клиринга, осигурања извршења и евиденције своп уговора створиле неопходне претпоставке за успостављање тржишта терминских уговора које би имале позитиван утицај на привреду Србије.*

**Кључне речи:** *термински уговори, берза, ванберзанско тржиште.*

## I Увод

Изведени финансијски инструменти (*derivative securities*) или деривати је назив за инструменте који представљају финансијске иновације у последњих четрдесетак година на финансијском тржишту. Реч деривати користи се с обзиром да се у подлози ових инструмената налази нека друга врста активе роба, девизе, каматне стопе, хартије од вредности, временски показатељи или индекси из које се и изводи њихова вредност. Основна функција ових хартија од вредности је управљање ризиком пословања кроз примену хеџинг стратегија, што је од посебног значаја у последњим деценијама с обзиром на повећање опште стопе ризика на финансијском и робном тржишту. Обим трговине дериватним хартијама од вредности превазишао је обим промета многих класичних финансијских инструмената. Данас се изведени финансијски инструменти сматрају најуспешнијом иновацијом на финансијском тржишту и извесно је да ће се трговање и даље развијати, пре свега услед повећања ризика пословања у глобалним оквирима. Изведеним финансијским инструментима тргује се у будућем периоду – терминско трговање. Постоји и специфичност у погледу физичке испоруке активе која је у подлози терминског уговора и то у смислу да се код ових финансијских инструмената трговање не мора обавезно пратити испорука активе већ се уговор може извршити и финансијским поравнањем.<sup>1</sup>

## II Врсте дериватних уговора

Основни дериватни уговори су: форварди (*forwards*), свопови (*swaps*), фјучерси (*futures*), опције (*options*).

Форварди се заснивају на купопродаји одређене активе по унапред дефинисаној цени где се испорука активе и коначно плаћање врше у будућем периоду.

Форварди се могу извршити физичком испоруком уговорене активе (*physically delivered*) или новчаним поравнањем (*cash settled*).

Карактеристике форварда су да су нестандардизовани и одражавају потребе страна потписница уговора. Ова карактеристика носи неповољност да се услед индивидуалног карактера сваког уговора њима не

---

\* Овај рад сачињен је као део пројекта на Правном факултету Универзитета у Београду „Идентитетски преображај Србије”.

1 У трговању робним фјучерсима само у 2% случајева трговање се завршава испоруком робе, док се у преосталих 98% завршава новчаним поравнањем.

може секундарно трговати. Позитивна страна је да за разлику од фјучерса индивидуални карактер омогућава да се уговори могу креирати према потребама трговаца (у погледу количине, квалитета, термина испоруке и сл.). Форвардима се тргује ванберзански.<sup>2</sup> По правилу трговина форвардима није обезбеђена као што је случај код фјучерса (нема усклађивања маргинских рачуна у случају промене цене/вредности активе), што са једне стране снижава трошкове трговања, али у исто време и ризик од неизвршења обавеза по основу терминског уговора, тако да је пожељно лично познавање купца и продавца и провера пословног кредибилитета обе стране.

Република Србија је прва земља у односу на државе чланице и кандидате за чланство у ЕУ која је увела додатно регулисање форвард уговора на будуће пољопривредне производе. Закон о финансирању и обезбеђењу финансирања пољопривредне производње,<sup>3</sup> успоставља нови систем финансирања пољопривреде у Републици Србији, који ће омогућити пољопривредницима да у преджетвеном производном процесу обезбеде повољне изворе финансирања своје производње, по условима који су тржишно повољни. Закон се примењује од 1. јуна 2015. године. По први пут се уводи централна евиденција ове врсте уговора у агенцији надлежној за привредне регистре, олакшана вансудска наплата у случају доцње дужника, као и прелазак у пасиван статус пољопривредног газдинства које је у доцњи. Јединствена евиденција као и друге карактеристике утичу на смањење ризика неизвршења уговора и очекује се да ће довести до повећања обима кредитирања и побољшања услова кредитирања.

Наведени Закон израђен је уз подршку Европске банке за обнову и развој и ФАО са циљем да буде пилот пројекат за ЕУ.

Свопови су билатерални уговори којима се размењују различити новчани токови (*cash flow*) у будућем периоду.

Своповима се тргује на ванберзанском тржишту. Свопови су нестандардизовани као и форварди, што условљава да се њима не може секундарно трговати. Као и у случају форварда предност ове врсте финансијских инструмента је да су флексибилни и прилагођени потребама две стране. До светске економске кризе и 2008. године није постојала законска обавеза клиринга ове врсте уговора. Након почетка светске економ-

---

2 Продуктна берза Нови Сад а.д. је изузетак јер има успостављено терминско трговање форвардима на пољопривредне производе.

3 Службени гласник РС, бр. 128/14.

ске кризе у циљу заштите финансијског тржишта уведена је обавеза клиринга или полагања других вратса гаранција за ове финансијске инструменте, што се често у светској литератури означава као „фјучеризација свопова”. Друга битна промена је у обавези пријављивања своп уговора регулаторним телима.

Своп уговори су најчешће састављени према методологији прописаној од стране *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*.

Фјучерси су високо стандардизовани уговори о купопродаји одређене активе у будућем периоду. Имају бројне сличности са форвард уговорима.

Висока стандардизација омогућава секундарно трговање што представља посебну погодност за трговце који на дубоком фјучерс тржишту лако продају и излазе из ове врсте финансијских инструмената. Друга разлика у односу на форварде је обавезна клиринг фјучерса тако да имају високу сигурност да ће се уговорне обавезе извршити, што се остварује кроз механизам обавезног полагања новчаног износа „маргине” и купца и продавца. Маргински рачуни се дневно салдирају.

Опције се могу дефинисати као изведени финансијски инструменти, који носе одређено право. Односи између уговорних страна регулишу се опционим споразумом (*option contract*). Опциони споразум, у правном погледу, представља непотпуни уговор, с обзиром да једном потписнику даје право да купи или прода одређену врсту активе по унапред уговореној цени, али га на то не обавезује. Разлог за повиновање продавца опције жељи купца је што продавац опције (*writer*) при склапању опционог споразума добија премију (*premium*) која представља цену опције.

Постоје два основна типа опционих уговора: куповна опција (*call option*) и продајна опција (*put option*).

Куповне и продајне опције представљају одвојене уговоре, јер за сваки од ових уговора постоји купац и продавац. Куповна опција представља уговор који купцу куповне опције даје право да купи одређену активу по унапред утврђеној цени до одређеног датума. Купац куповне опције може ово право реализовати, али није обавезан да то и учини. Са друге стране, продавац куповне опције мора да изврши обавезу из опционог уговора.

### III Трговање изведеним финансијским инструментима

Фјучерсима и стандардизованим опцијама тргује се на берзанском дериватном тржишту. Дериватна берза у свом саставу обавезно има клириншку кућу (*In-the-house clearinghouse*) или за послове клиринга ангажује лиценцирану независну клириншку кућу (*Independent clearinghouse*). Сви изведени финансијски инструменти којима се тргује на берзанском тржишту имају обавезу клиринга чиме се подиже сигурност трговања.<sup>4</sup>

Назив ОТЦ тржиште потиче од скраћенице речи *Over the counter*. На њему се тргује форвардима, своповима и нестандардизованим опцијама. Ово тржиште је регулисано у извесној мери правилима *ISDA*, али несумњиво је у мањој мери регулисано у односу на берзанско тржиште. Ванберзанско тржиште пружа већу флексибилност али и је и ниво ризика од неизвршења обавеза супротне стране виши. Понуда и потражња се на овој врсти тржишта „теже” сусрећу услед нижег степена организованости и индивидуалног карактера сваког нестандардизованог уговора, нпр. уколико једна страна жели да закључи двогодишњи своп на цену пшенице потребно је наћи супротну страну која има потребу за управо оваквим уговором, за разлику од берзанског тровања где се тргује типским уговорима. Најчешћи учесници у своп уговору су банке.

Клириншка кућа је неопходан предуслов за трговање стандардизованим терминским уговорима и неким врстама свопова. Клириншка кућа има улогу у обезбеђивању извршења дериватног уговора. Према томе улогу треће уговорне стране преузима клириншка кућа која прима новчане износе (маргине) и од купца и продаваца на фјучерс уговору као новчану гаранцију којом се обезбеђује да у случају неповољног кретања цене/вредности терминског уговора ниједна од страна неће отказати извршење уговора. Након пријема налога трговања берзански посредник предаје налог клириншкој кући уколико је члан клириншке куће, а у случају да није, он мора потражити услуге члана клириншке куће. Према продавцу терминског уговора клириншка кућа се поставља као купац, док се према купцу поставља као продавац, захваљујући чему купци и продавци терминских уговора нису лично повезани, већ само постоји исти број купаца и продаваца који се евентуално, уколико потоји захтев за испоруку активе, упарују по стриктно утврђеним правилима.

---

4 Лично познавање трговца није потребно с обзиром на то да трговци за извршење обавеза из фјучерса гарантују својим положеним новчаним износима на рачунима клириншке кућа, а не словним угледом – лично поверење прелази у институционално.

Постоје две врсте маргинских рачуна први иницијални (*Initial margin account*) и други маргински рачун за одржавање (*Maintenance margin account*). На крају сваког дана утврђује се цена/вредност терминског уговора на основу којих се врши усклађивање маргинских рачуна, на начин да се сума за коју је једна уговорна страна у губитку, пребацује на рачун друге стране терминског уговора. Уколико сума на рачуну падне испод прописаног износа маргине за одржавање берзански посредник се позива да допуни маргину, при чему он овај позив прослеђује својем клијенту. Дневним усклађивањем износа на маргинским рачунима избегава се могућност да губитак трговца нарасте изнад износа на маргинском рачуну. У случају превеликог пада цене терминских уговора трговање се прекида да не би дошло до губитака и финансијских проблема клириншких кућа.

За разлику од фјучерса код опције маргински депозит полаже само продавац, јер купац има отворену могућност да изабере да ли ће искористити право на активирање изведеног финансијског инструмента, па нема потребе да гарантује своје извршење, јер је већ платио опционо право приликом куповине опције.

Табела 1: Трговање фјучерсима и опцијама у светским оквирима у периоду 2003. и 2014. године<sup>5</sup>

Категорија	Јан.-Дец. 2013.	Јан.-Дец. 2014.	% Промене
Северна Америка	7,830,496,564	8,212,951,665	4.9%
Азија	7,301,581,335	7,252,376,703	-0.7%
Европа	4,359,086,394	4,450,348,259	2.1%
Латинска Америка	1,683,182,520	1,514,203,690	-10.0%
Остало	377,405,023	437,558,230	15.9%
Укупно	21,551,751,836	21,867,438,547	1.5%



У последњој деценији доминација САД тржишта изведеним финансијским инструментима слаби у односу на Азијско тржиште.

5 Futures Industry Association: Annual volume survey 2014, доступно на адреси: [https://figmag.fia.org/sites/default/files/content\\_attachments/2014%20FIA%20Annual%20Volume%20Survey%20%E2%80%93%20Charts%20and%20Tables.pdf](https://figmag.fia.org/sites/default/files/content_attachments/2014%20FIA%20Annual%20Volume%20Survey%20%E2%80%93%20Charts%20and%20Tables.pdf).

#### IV Значај терминских уговора за управљање ризиком пословања

Развијено тржиште берзанских и ОТЦ изведених финансијских инструмената има позитиван ефекат који се испољава непосредно кроз пружања могућности привредним субјектима да имплементирају хеџинг стратегије и тиме управљају ризиком промене цена, каматних стопа, курсева валута, климатских параметара и сл. Развијено наведено тржиште има и изражен индиректан утицај на јавно објављивање цена, каматних стопа, курсева валута и др. Такође, развијено тржиште изведеним финансијским инструментима има изражен позитиван ефекат на стабилност цена активе којом се тргује у подлози терминских уговора. Од значаја је и утицај на смањење инфлаторног притиска кроз смањење ценовних флукутација активе којом се тргује.

Позитиван ефекат развијеног тржишта изведених финансијских инструмената је и у повећање обима кредита комерцијалних банака намењених привреди. Берзанско и ванберзанско тржиште дериватима у овом погледу утичу на три начина: (1) откривањем цене производа која је банкама значајна у случају коришћења активе као залог и омогућавањем одређивања вредности колатерала, (2) у случају да кредит није враћен, банке имају организовано тржиште где могу продати производ и (3) у случају коришћења робе као залог, банке имају могућност да изврше продају терминског уговора за период када доспева кредит и на тај начин се осигурају од неповољног кретања цена и губитка вредности колатерала, што омогућује банкама вишу процену вредности колатерала и издавање већег износа кредита.<sup>6</sup>

Управљање ризиком пословања коришћењем терминских уговора заснива се на чињеници да хеџер поседује робу или је на други начин везан за кретање вредности активе која је у подлози терминског уговора. У случају пада цене/вредности активе, умањење вредности активе или негативни утицај умањене вредности активе биће компензовани профитом оствареним на терминском уговору и обрнуто повећање вредности активе изазваће губитак на терминском уговору, који ће бити компензован истоветним добитком повећања вредности активе која је у поседу хеџера.

На овом месту даће се пример хеџинг стратегије са једним нестандардизованим и једним стандардизованим терминским уговором.

*Пример хеџинг стратегије на каматну стопу са форвардима:* Предузеће има отворен кредит од милион САД \$ са каматном стопом,

6 Владо Ковачевић, *Развој робних берзи у функцији управљања ризиком пословања пољопривредних предузећа у Србији*, докторска теза, Пољопривредни факултет Београд, 2014.

која се израчунава годишње на основу кретања ЛИБОР-а.<sup>7</sup> Каматна стопа је у овом случају ЛИБОР + 2% на годишњем нивоу. За друг новчани ток уговорена је фиксна каматна стопа од 5% на годишњем нивоу.

Уколико ЛИБОР достигне вредност од 7% сума коју дилер исплаћује компанији израчунава се према формули:

$$\text{Износ} = 1.000.000\$ * (7\% - 5\%) = 20.000\$$$

Главница се множи са разликом у ЛИБОР каматној стопи.

У супротном случају уколико дође до пада ЛИБОРА на годишњем нивоу и исти износи 3%. Износ који компанија плаћа дилеру је:

$$\text{Износ} = 1.000.000\$ * (5\% - 3\%) = 20.000\$$$

У овом случају губитак на форвард уговору ће се анулирати мање плаћеном каматом по кредиту комерцијалној банци, тако да ће и у овом случају компанија имати обавезу према кредиту од 5% + 2%.

Хеџинг стратегија компаније састоји се у томе да ће без обзира на кретање ЛИБОР-а платити каматну стопу на позајмљена средства 5% + 2% по основу кредита. У овом случају профит остварен на форвард уговору од 2% на годишњем нивоу ће компензовати повећана каматна стопа на основу повећаног ЛИБОР-а која плаћа банци.

Табела 2: Различити сценарији примене хеџинг стратегије ФРА уговором

ЛИБОР	Каматна стопа према банци (ЛИБОР + 2%)	Добитак/губитак на форварду	Укупна каматна стопа
3%	5%	-2%	7%
4%	6%	-1%	7%
5%	7%	0	7%
6%	8%	1%	7%
7%	9%	2%	7%

Извор: Аутори

У случају коришћења ФРА уговора за хеџинг од кретања варијабилне каматне стопе компанија ће обезбедити фиксне обавезе

7 LIBOR је једна од најчешће коришћених референтних каматних стопа коју израчунава и објављује British Bankers' Association (BBA).



плаћања кредита, али неће моћи да користи ниже каматне стопе у случају пада референтне каматне стопе.

*Пример хеџинг стратегије осигурања цене робе коришћењем фјучерса:* Произвођач кукуруза процењује да ће род крајем октобра бити најмање 20.000 тона. Уколико се претпостави да је цена на фјучерс тржишту у новембру 325 долара по тони кукуруза што у потпуности одговара произвођачу. Из тог разлога контактира свог брокера и даје налог да термински прода 20.000 тона кукуруза за испоруку у новембру (терминска заштита обично се отвара за најближу месечну позицију после предвиђеног рока за стварну куповину или продају пољопривредних производа), по цени од 325 долара по тони. У новембру се затвара термински уговор по цени од 320 долара по тони. Произвођач заиста продаје кукуруз на спот тржишту у новембру за 320 долара по тони.

*Табела 3: Заузимање кратке хеџинг позиције (нема промене базиса)*

Спот цена кукуруза	Терминска цена кукуруза	Кретање базиса
Планирана цена 325 долара по тони	Отвара кратку позицију за новембар (продаје) по 325 долара по тони	/
Новембар - цена на спот тржишту 320 долара по тони	Затвара позицију на новембарском уговору по цени од 320 долара по тони	/
Резултат на спот тржишту: 325-320 долара по тони = 5 долара по тони мање од планиране цене	Резултат на терминском тржишту: 325-320 = 5 долара по тони профит	/
		<b>Крајњи резултат</b> - жељена цена 325 долара по тони - остварена цена на спот тржишту 320 долара по тони - добит на терминском тржишту 5 долара по тони Укупно остварена цена 325 долара по тони

*Извор: Аутори*

Суштина отварања кратке хеџинг позиције састоји се у томе да и ако дође до пада цене на спот тржишту као што је случај у наведеном примеру, планирана цена (325 долара по тони) заштићена је добитком на терминском уговору. Поједностављено се може рећи да колико год произвођач изгуби падом цена од априла до новембра на спот тржишту, толико ће добити на другој страни падом цена на терминском тржишту.

Ситуација приказана у табели 2 када се базис не мења у пракси се назива перфектни хеџинг. У табели 2 цена кукуруза на спот тржишту пала је за исти износ (5 долара по тони), као и цена кукуруза на терминском тржишту, док би у обрнутом случају скока цена на спот тржишту и скока цена на терминском тржишту резултат био исти (јер се базис није променио), с том разликом што би пољопривредно предузеће у овом случају да се није упуштало у трансакције на терминском тржишту остварило вишу цену за свој производ.

## **V Предуслови за успостављање и развој трговања терминским уговорима**

Република Србија је у процесу прикључења ЕУ у обавези усклађивања свог законодавства у области тржишта терминских уговора са ЕУ законодавством.

Потребно је нагласити да је након светске економске кризе дошло до усклађивања законодавног оквира на глобалном нивоу.

Од посебне важности је Г-20 самит у Санкт Петербургу одржан 5. и 6. септембра 2013. на коме су зацртани правци развоја робног и финансијског организованог тржишта за 20 најразвијенијих земаља, које су донеле следеће најзначајније принципе за развој трговања изведеним финансијским инструментима<sup>8</sup>: успостављање заједничких критеријума за функционисање берзанских и ванберзанских организованих тржишта; регулисање трговања своповима (*swaps*),<sup>9</sup> кроз лиценцирање своп дилера, регистравање трговања и обавезе клиринга за трговање своповима; стриктна обавеза извештавања о трговању и увођење општих критеријума заједничких за регулаторне органе робно-берзанских система, као и боља координација сарадње регулаторних тела.

8 Вид. више: G 20 Leaders' Declaration, доступно на адреси: [www.g20.org/documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf), 15.10.2013.

9 Своп уговором (*swaps*) уговорне стране дају сагласност за размену одређене активе у будућем периоду. Ова врста уговора карактеристична је за трговање валутама.

Берзанско пословање у Европи је од посебног значаја за Србију, стога је посебна пажња посвећена искуствима и моделима функционисања робних берзи у земљама чланицама ЕУ. С обзиром на то да Србија пролази исти пут као и друге транзиционе земље, ова искуства могу бити од користи. Имајући у виду наведену обавезу усклађивања правног система Србије са правним тековинама ЕУ, модел функционисања ЕУ система има посебан значај.

Једна од основних карактеристика ЕУ система лиценцирања и контроле робних берзи је обједињавање контролних функција у оквиру једне институције која контролише и спот и терминско трговање робом, трговање на тржишту капитала, рад банкарског сектора, осигуравајуће индустрије и сл.

Законодавну и контролну функцију у области лиценцирања и контроле тржишта капитала, које укључује и деривате на пољопривредне производе, обавља *European Securities and Markets Authority (ESMA)*.<sup>10</sup> Робно-берзанско спот тржиште робе није предмет уређења ЕУ законодавства, већ је препуштено уређењу сваке појединачне земље чланице.

У 2012. години на снагу је ступио закон у стручној јавности познат као *EMIR*<sup>11</sup> који доноси сличне одредбе као и *Dodd-Frank Act*.<sup>12</sup> Основне одредбе *EMIR*-а, које се односе на робно-берзанско пословање су: 1) обавезан клиринг и за берзанске и већину ванберзанских инструмената трговања, 2) примена одређених техника управљања ризицима за инструменте трговања који не подлежу клирингу, 3) извештавање о трговању,<sup>13</sup> 4) посебни захтеви за оснивање и рад клириншких кућа и платформи за трговање.<sup>14</sup>

Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2003. године, створио је законске претпоставке за успостављање трговања терминским уговорима, али се то још увек није догодило.

У Републици Србији је у неколико наврата покушано да се успостави робно-берзанско пословање регулисањем ове области кроз доношење посебног Закона о робним берзама. За то је у претходном периоду

10 Вид. више: *European Securities and Markets Authority*, доступно на адреси: [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu), 11.7.2013.

11 Вид. више: *Regulation (EU) No. 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4th July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*.

12 *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub. L. 111-203, H.R. 4173)*.

13 Обе стране у трговању имају обавезу да у одређеном року пријаве трговање.

14 В. Ковачевић.

постојала правна могућност, до измена директиве МИФИД 2 која је донесена 2. јула 2014. године и предвиђено је да ступи на снагу у јануару 2018. године.<sup>15</sup> Наиме, ова директива је сврстала робне деривате са финансијским и егзотичним дериватима у јединствену категорију финансијских инструмената, чиме је тржиште и трговање свих терминских уговора регулисано на исти начин. Имајући у виду овај нови приступ директиве, следи да би се регулисање свих терминских уговора у Србији морало извршити кроз унапређење Закона о тржишту капитала –ЗТК.<sup>16</sup>

Регулисање спот терминског трговања робом није обухваћено земаљском ЕУ регулативом, већ свака земља чланица ову област регулише својим националним законодавством, тако да се у овој области може успоставити законски оквир чији би садржај предложило министарство надлежно за послове трговине.<sup>17</sup>

С друге стране, основна област унапређења законског оквира терминских уговора је у регулисању лиценцирања, рада и контроле рада клириншких кућа. Наиме, ЗТК предвиђа да наведене послове на овом тржишту обавља Централни регистар. У вези са тим, постоји проблем јер ова институција још увек није оформила систем за клиринг и салдирање изведених финансијских инструмената, што може бити последица различитих чињеница (нпр. недовољног интереса, обавезе да се по ЗТК-у Централни регистар мора налазити најмање 51% у власништву државе и сл.). Према ЕУ законској регулативи оснивање и рад клириншких кућа мора бити слободно (клиринг се сматра „тржишним услугама“). Затим, клириншка кућа мора бити засебно правно лице што није случај са Централним регистром који поред клиринга врши и своју основну функцију регистра хартија од вредности.<sup>18</sup>

У погледу лиценцирања и контроле клириншке куће у ЕМИР регулативи се наводи да регулаторну функцију мора обављати најмање једна институција али се не наводи која. У скоро свим ЕУ земљама пракса је да

15 *MiFID II Directive (Directive 2014/65/EU)*.

16 *Службени гласник РС*, бр. 31/2011.

17 Спот робно берзанског трговања какво је тренутно успостављено у оквиру Продуктне берзе Нови Сад има мали значај. У светским оквирима се процењује да се мање од два посто робно берзанског трговања обавља на спот тржишту, док преосталих деведесет осам посто обухвата терминско трговање.

18 Обавезом да клириншка кућа буде посебно правно лице, намера је да се у случају банкрота клириншке куће која служи за преузимање ризика на тржишту заштити регистар хартија од вредности и обрнуто, у случају банкрота везаног правног лица да не дође до финансијских проблема у клириншкој кући.

лиценцирање и контролу рада клириншких кућа врши Комисија за хартије од вредности и Централна банка, што се може препоручити и за услове који постоје у Србији. Хармонизацијом ЗТК са ЕУ регулативом у области клиринга омогућило би се оснивања берзанских клириншких кућа (*In-the-house clearinghouse*) и независних клириншких кућа (*Independent clearinghouse*). Поред неопходног усклађивања законодавства постигао би се и ефекат: унапређења капацитета домаћих берзанских кућа за укључење у светске берзанске групације,<sup>19</sup> смањиле би се могућности манипулација што је нарочито значајно за „плитка” тржишта с обзиром на то да велике интернационалне клириншке куће са собом доводе трговце који нису повезани са домаћим трговцима, а такође би се повећао обим трговања на домаћим берзама и ОТЦ тржишту услед привлачења постојећих клијената великих интернационалних клириншких кућа. Потребно је нагласити да клириншка кућа регистрована у једној земљи чланици без икаквих додатних регистрација може обављати послове клиринга у целој ЕУ.

Друга важна област усклађивања ЗТК је регулисање трговања своповима. Регулација је потребна у две области, прво успостављање обавезе клиринга свопова или полагања друге врсте гаранција извршења ове врсте уговора и друго успостављање обавезе извештавања регулаторног органа о трговању своповима.

Од значаја би било и регулисање у ЗТК *посебне категорије робних инвестиционих фондова*. Робни инвестициони фонд (РИФ) је намењен колективном инвестирању. РИФ-ом управља друштво за управљање робним инвестиционим фондом, улажу се новчана средства у изведене финансијске инструменте са циљем остварења профита и управљања ризиком пословања.

Друштво за управљање РИФ-ом мора бити посебно правно лице<sup>20</sup> које га оснива и управља њиме. Рад РИФ-а се уређује правилима, које доноси друштво за управљање робним инвестиционим фондом уз претходну сагласност Комисије. Друштво за управљање робним инвестиционим фондом мора ангажовати најмање једног портфолио менаџера на неодређено време који, поседује лиценцу за ову врсту послова. Ова лиценца зах-

---

19 До сада берзанске групације приликом укључивања нове берзе у групацију нису оснивале нову клириншку кућу нити су овај посао поверавале централном регистру већ је постојећа клириншка кућа проширила своје активности на нову берзу.

20 Код робних инвестиционих фондова за разлику од фондова тржишта капитала постоји могућност губитка који превазилази имовину фонда тако да се овом одредбом онемогућава повлачење у банкрот више правних повезаних правних лица.

тева се и за директора и најмање половину чланова управе. Програм полагања испита за лиценцу би утврђивала Комисија.<sup>21</sup>

У погледу организационе структуре РИФ би се оснивао као затворени фонд или приватни фонд, у складу са законом којим се уређују инвестициони фондови. РИФ утврђује свој инвестициони циљ који мора бити јасно дефинисан у проспекту, као основном документу који потенцијалним инвеститорима пружа потпуне и јасне информације за доношење одлуке о улагању.

Правно регулисање питања везаних за РИФ и друштава за управљање могућа су кроз два решења: 1) измене и допуне Закона о инвестиционим фондовима или 2) уређење ЗТК-ом уз сходну примену закона којим се уређују инвестициони фондови.

У погледу закона чија је међусобна усклађеност од нарочитог значаја за успешно функционисање целокупног система организованог трговања терминским уговорима, поред ЗТК, посебан значај имају: Закон о робним резервама,<sup>22</sup> где би – у циљу омогућавања успостављања робних деривата – било неопходно да се модел интервенисања измени тако да се са интервенција које су засноване на одређивању интервентне цене закључцима Владе која је позната унапред малом броју особа, пређе на ЕУ модел куповине робе од стране Робних резерви путем јавне набавке прикупљањем понуда. Закон о привредним друштвима (за статусна питања организатора тржишта и осталих учесника на робном тржишту), Закон о инвестиционим фондовима, закони из области опорезивања, Закон о задругама (где би се могло обезбедити веће јединство у наступу на тржишту нарочито индивидуалних произвођача и смањивање њихових трошкова трговања), Закон о јавним складиштима пољопривредних производа и регулатива која уређује питање субвенција у области пољопривреде (да би се обезбедила потпуна усклађеност политика у овој области, посебно имајући у виду да је област пољопривреде кључно поглавље у преговорима са Европском унијом).

За обезбеђење правне сигурности, извесности планирања и инвестирања свих учесника на тржишту роба, неопходно је избећи честе и неусклађене промене закона и других прописа. Посебан значај у том сми-

---

21 Добросав Миловановић, Душан Протић, Владо Ковачевић „Потреба за доградњом правног система у вези са трговином стандардизованим робама и стандардизованим терминским уговорима”, *Право и привреда*, бр. 4–6/2013, 289–308.

22 *Службени гласник РС*, бр. 18/92.

слу имају прелазне и завршне одредбе наведених закона, јер се њима за жељени период може предвидети правац кретања (нпр. повећање одређених стандарда).

Конечно, идеално би било да се уз законе истовремено припреме и подзаконски прописи или да се бар обезбеде смернице за њихову израду. То би омогућило свим учесницима у законодавном процесу (у оквиру релевантних министарстава, Владе и Народне скупштине) да целовито сагледају потенцијалне ефекте наведених закона и могућност њиховог спровођења, што би за резултат имало и квалитетнија нормативна решења, избегавање могућих неусклађености у прописима и њихову већу спроводљивост уз ниже трошкове.<sup>23</sup>

У погледу активности на путу усклађења српског законског оквира са ЕУ на основу искустава других транзиционих земаља и анализе домаће праксе може се дати препорука:

1. Припрема ЕУ *Twining* пројекта од стране министарства надлежног за послове финансија. У овом циљу у 2015. години организован је *Taiex expert visit* тако да се може користити *Taiex study visit* или *Taiex workshoop*. Могуће је користити и друге ЕУ фондове намењене припреми *Twining*-а нпр. *EU frameworks*;

2. Усклађивање ЗТК са *EU acquis*, уз коришћење ЕУ твининг пројекта;

3. Апликација Републике Србије према ЕУ комисији и ЕСМА у циљу укључивања Српског финансијског тржишта у ЕУ систем. ЕУ Комисија процењује да ли се финансијски систем у земљи апликанту користи за финансирање тероризма и прање новца, док ЕСМА процењује техничку усаглашеност. Укључивањем Србије у ЕУ тржиште поред терминског позитиван ефекат би се остварио и на тржишту капитала и спот робно-берзанском тржишту.

С обзиром на то да материја робних берзи није уређена већ скоро деценију и чињеницу да је повољан моменат да се у овој области заузме лидерска позиција у целом региону тзв. Западног балкана а и шире, постоји потреба за квалитетним и усклађеним регулисањем ове материје у складу са највишим стандардима правне сигурности, ефикасности и економичности трговања, клиринга и салдирања. Такође, постојеће институције на финансијском и робном тржишту би требало да размотре могућ-

---

23 Д. Миловановић, Д. Протић, В. Ковачевић, 289–308.

ности међусобне сарадње и повезивања у циљу повећања ликвидности, обезбеђења потпуне правне сигурности и смањења трошкова пословања.

## VI Закључак

И поред законског оквира који омогућава успостављање трговање терминским уговорима у Србији до успостављања наведеног тржишта до сада није дошло. Разлози су пре свега у неадекватном законском оквиру који није усклађен са ЕУ регулативом.

Основне области усклађивања су у погледу регулисања слободног лиценцирања и контроле клириншких кућа, као и регулисања своп тржишта.

Анализом у оквиру рада су изражени позитивни утицаји које би развијено трговање терминским уговорима имало на унапређење сегмента управљања ризиком привредних субјеката, као и позитивни индиректни ефекти на привреду Србије. У том циљу неопходно је кроз измене Закона о тржишту капитала унапредити и подстаћи развој ове врсте тржишта.

У овом раду истражени су предуслови у области законске регулативе који су од значаја за развој дериватног тржишта. С обзиром на то да поред законског оквира на развој ове врсте тржишта значајно утичу услови општег пословног окружења у наредним истраживањима од значаја би било анализирати ове предуслове и дати препоруку и за унапређење општег пословног амбијента који је од значаја за трговање дериватним иснтрументима.



**Dobrosav MILOVANOVIĆ, PhD**

**Associate Professor at the Faculty of Law University of Belgrade**

**Vlado KOVAČEVIĆ, PhD**

**Special Advisor to the Minister, Ministry of Agriculture and Environmental Protection**

## **PREROGATIVES AND IMPORTANCE OF DEVELOPMENT OF EXCHANGE AND OTC MARKETS FOR DERIVATIVE CONTRACTS IN SERBIA**

### **Summary**

*The aim of the paper is to determine the prerogatives related to legal framework, as well as the importance of the development of derivative contracts for the Serbian economy.*

*Derivative contracts are: forwards, futures, options and swaps. According to the degree of organization of the market derivative contracts are traded into Exchange (futures and standardized options) and OTC (Over-The-Counter) market (forwards, non-standardized options and swaps). Developed derivative markets allow risk management i.e. price risk, interest rate risk, exchange rate risk or climate parameters (perception, temperature etc.). In this way a derivative market has positive impact through the discovery of future the price, having a positive effect on reducing price volatility, reducing inflationary pressure and the like. Although in Serbia there are legal conditions for establishing derivative contracts, trade with this type of securities not yet come. The causes are primarily in the inadequate legal framework and the non prerequisites in the overall business environment, which is important for trading this contracts.*

*The analyze in this paper showed that the upgrading of the legal framework in the field of clearing, execution and records of swap contracts will create the necessary prerequisites for establishing a futures market that would have a positive impact on the Serbian economy.*

**Key words:** *derivative securities, exchange, OTC.*