Проф. др Миодраг Мићовић,
Правни факултет – Крагујевац

Финансијски деривати

Резиме

У чланку су обрађена питања везана за појам, правну природу, могуће поделе деривата и клириншку кућу – институционални оквир који прати и обезбеђује финансијску страну трговања са дериватима. У вези са тим повучена је паралела између досадашњих решења и оних која су садржана у Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. На основу тога, као и уобичајених схватања о улози и значају деривата за берзанско трговање, аутор указује да су новодонета решења лошија од претходних, да се на неадекватан начин регулише појам деривата, мења њихов карактер, као средстава уз помоћ којих се одвија терминска трговина, нарушава подела на безусловне и условне берзанске послове, при чему би први требало да се обављају уз помоћ фјучерса, а други уз помоћ опција.

***Кључне речи**: финансијски деривати, фјучерс, опције, правна природа*

1. Уводне напомене

Финансијски деривати су уведени у наш правни живот 1994. године, двадесетак година касније од почетка трговине са њима на појединим берзама у свету. Од тада до данас уочљиво је, с једне стране, да још увек није дошло до њихове примене у пракси, и с друге стране, да је дошло на законодавном плану до квалитативних промена у погледу одређења њихове природе, начина и услова трговања.

Што се тиче њихове примене, до тога није дошло јер не постоје квалитетни материјали на које би се, као активу, могли односити финансијски деривати. Што се тиче промена, хронолошки приказ досадашњих решења ће показати да су оне значајне и да су извршене у неколико праваца. Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима ("Сл. лист СРЈ", бр. 90/94) први пут помиње финансијске деривате као тржишне материјале са којима се може трговати на финансијској и робној берзи (чл. 5). Закон о хартијама од вредности ("Сл. лист СРЈ", бр. 26/95 и 59/98) сврстава финансијске деривате у хартије од вредности, поред акција, обвезница, благајничког записа, комерцијалног записа, државног записа и цертификата о депозиту (чл. 2); разликује две врсте деривата: финансијски терминski уговор, који може да буде закључен у форми фјучерса и своп уговора, и опцијски уговор (чл. 54); одређује да се трговина дериватима обавља само преко берзе, а управни одбор берзе као орган који је надлежан да даје сагласност за трговину, да утврђује услове и начин трговања са финансијским дериватима (чл. 61). Предлог Закона о тржишту хартија од вредности (од 22. марта 2000. године) сврстава деривате у финансијске инструменте који се не сматрају хартијама од вредности у смислу одредби овог закона; разликује фјучерсе, опције и друге деривате чије постојање и садржину може да утврди Комисија за хартије од вредности својим актом; одређује да се промет дериватима обавља само на берзи, под условима које одреди берза, а у складу са актом Комисије за хартије од вредности (чл. 55). Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената ("Сл. лист СРЈ", бр. 65/02) уводи нов, општи појам – финансијски инструменти, под који подводи поред деривата, хартије од вредности које се издају у серији, варанте за куповину акција или обвезница, депозитне потврде (такви инструменти могу да буду и друге хартије од вредности, односно финансијски инструменти које утврди Комисија за хартије од вредности) (чл. 2)[1]. У Закону се као финансијски деривати наводе фјучерс уговор и опцијски уговор, с тим што се дозвољава да се на берзи може трговати и другим дериватима ако су утврђени одлуком берзе, под условом да Комисија за хартије од вредности одобри такву одлуку (чл. 16). Комисија за хартије од вредности прописује услове за увођење финансијских деривата у трговину на берзи, услове за обављање трговине тим дериватима, начин измирења обавеза из послова закључених у трговини финансијским дериватима, забрањује трговину дериватима ако је то потребно ради заштите инвеститора (чл. 186). Финансијским дериватима се тргује само на берзи. Изузетно, са њима може да се тргује и ван берзе: ако се понуда за куповину, односно продају врши без јавног оглашавања; ако су уговорне стране савезна држава, република чланица или професионални инвеститори; ако се, с обзиром на врсту финансијског деривата, њиме може трговати и ван берзе (чл. 187).

1. Ово решење је слично оном које је усвојено у француском закону, донет 2. 7. 1996. године, који, такође, говори о финансијским инструментима под које, поред одређених хартија од вредности, сврстава и финансијске деривате, односно како их зову – терминski финансијски инструменти (чл. 1).

Изнета решења показују да се на законодавном плану интензивно настоји да се одреди место и улога финансијских деривата. Ипак, тешко се може разумети и прихватити да сваки наредни пропис нуди решења која се битно разликују од оних која су садржана у претходном пропису. Та "лутања" се на најлакши начин могу прекинути ако се да одговор на питања о улози и значају финансијских деривата, о појму и правној природи деривата. Уз то, у овом чланку ће бити речи о могућим поделама деривата (питање које је иницирано чл. 16. Закона) и о обезбеђењу извршења обавеза из закључених берзанских послова који имају за предмет финансијске деривате (повод чл. 188. Закона).

2. Значај и улога финансијских деривата

Финансијски деривати представљају инструменте на којима почива берзанско терминско тржиште[2)], без којих данас готово да се не може замислити функционисање тог тржишта, нити би оно имало неки посебан значај, барем што се тиче обима закључених трансакција, у односу на промптно тржиште. С обзиром да је основна улога деривата да поспеше одвијање терминске трговине, то је разумљиво што се у Француској говори о терминским финансијским инструментима, а не о финансијским дериватима (овај приступ је исправнији, јер се на јасан начин одређује улога деривата, а то је да су то инструменти који се користе приликом терминске трговине).

Недостаци који прате закључење и извршење класичних терминских уговора, а који се очитују, пре свега, у могућности да се нађе друга страна која је вољна да купи (прода) исту количину материјала и са истим роком испоруке[3)], довели су до појаве преносивих и стандардизованих исправа, односно финансијских деривата. Они омогућавају да се трговање обавља једноставно и сигурно, да тржиште буде непрекидно "активно", да се трансакције на берзи обављају уз мање трошкове, да се отклони или умањи ризик неповољног формирања курса берзанског материјала.

Једноставно и сигурно трговање уз помоћ деривата се остварује захваљујући томе што они представљају стандардизоване исправе, чије је функционисање везано за постојање клириншке куће која се појављује као гарант извршења обавеза које настану закључењем берзанског посла. Садржина деривата је стандардизована и то у погледу: берзанског материјала који може да буде предмет берзанске трговине; количине берзанског материјала са којим може да се тргује; рока, односно дана доспелости посла за извршење (у исправи се одређује месец извршења посла, с тим што берза својим правилима утврђује дан унутар наведеног месеца када се посао има извршити)[4)].

2. За то тржиште је карактеристично да се послови извршавају, безусловно или под одређеним условима, одређеног дана у будућности или у оквиру одређеног рока који је унапред фиксиран.
3. Ивановић, П., Фјучерси, Подгорица, 1996, стр. 23.

Финансијски деривати, поред других мера које се предузимају[5], доприносе да терминско тржиште буде континуирано активно. Ово се постиже захваљујући томе што са њима може да се тргује, чиме се стварају претпоставке да у берзанској трговини узму учешће и она лица која ефективно не интересује актива на коју се односи дериват, лица која желе да искористе промене курса активе на коју се дериват односи ради стицања добити. Зато, у циљу заштите остварене добити, у највећем броју случајева пре истека рока за извршење, путем тзв. реверзибилне трансакције затвара се позиција на терминском тржишту тако што се склапа посао супротног смера у односу на посао који је претходно закључен. На пример, ако дође до раста цене активе на коју се односи фјучерс, купац може, у одређеном тренутку пре доспелости посла за извршење, када се сматра да је на берзи формиран најповољнији курс за ту активу и да ће након тога доћи до пада курса, да посреднику дâ налог да затвори његову позицију тако што ће продати фјучерс. Куповином (на пример, 10 динара по јединици материјала) и продајом (на пример, 12 динара по јединици материјала) истог деривата излази се са тржишта уз остварени профит од 2 динара по јединици умањено за трошкове реверзибилне трансакције. Иначе, о реверзибилној трансакцији се може говорити само ако се односи на исти дериват који је првобитно купљен или продат. У супротном, не постоји реверзибилна трансакција, а трговац уместо да ликвидира позицију, поред постојеће стекао би још једну позицију на терминском тржишту[6].

Уз помоћ деривата може да се оствари уштеда у трансакционим трошковима. Тако, трошкови трговине опцијама на индекс акција, на пример, могу да буду и до десет пута мањи од трговине самим акцијама које чине индекс[7]. Наиме, када постоји могућност да дође до пада цена акција које инвеститор поседује, он може да ликвидира цео портфолио и да пређе у кеш. У том случају настају трансакциони трошкови који могу да буду и неоправдани, ако се тржиште понаша супротно оче-

4. Штимац, М., Ђорђевић, Д., Вучуровић, Ж., Берза – опције и фјучерси, Београд, 1993, стр. 17; Питић, Г. и др., Берзански појмовник, Београд, 1996, стр. 107.
5. У циљу поспешивања динамике берзанског трговања брокерске куће нуде специјалне повластице (70 – 80 процената попуста на провизију, бесплатно коришћење опреме, информација) за дневне трговце – појединце који су вољни да брзо улазе и излазе из инвестиција како би профитирали од промена цена материјала са којим тргују. При томе, таква лица морају да испуне одређене услове. У Јапану дневни трговци морају да код брокерске куће положе депозит од двадесет милиона јена (189.000 $) унапред, да обезбеде милион јена месечно провизије, с тим што морају да напусте такву трговину уколико стално губе новац у првих шест месеци. О овоме: Билтен Савезне Комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, бр. 6/99, стр. 28.
6. Ивановић, П., Механизам трговине са фјучерсима са посебним осртом на искуство САД, Југословенско банкарство, 1 – 2/96, стр. 26; Kenneth, M. и др., У облику новца, Београд, 1997, стр. 131; Ковачевић, Р., Фјучерси, опције и терминski послови, Београд, 1997, стр. 98; Ивановић, П., Финансијски деривати – фјучерси и опције, II југословенско саветовање: Финансијско тржиште у периоду транзиције, Београд, 1994, стр. 170.
7. Маринковић, С., Финансијска опција – концепт динамичког управљања ризиком, Берза, бр. 7 – 9/99, стр. 54.

кивању инвеститора, као и додатни трошкови када се акције буду поново куповале, јер им је цена супротно очекивању порасла. Зато се као сигурнија и практичнија варијанта за инвеститора појављују опције на индексе. Ако одређени показатељи упозоравају да може да дође до пада цене акција, инвеститор се може заштити куповином продајне опције на одговарајући индекс, са којим су повезане акције из његовог портфолиа. Ако се очекивања остваре, губитак на портфолиу, који настаје због пада цена акција на тржишту компензира се, у целини или делимично, добитком на *put* опцији (добит настаје на бази разлике између уговорене и тржишне вредности индекса о доспелости опције уз одбитак трошкова куповине опције).

Деривати представљају погодан инструмент за трансфер ризика од оног ко жели да избегне ризик ка ономе ко жели да прихвати ризик. Тако, власник опције је у могућности да искористи потенцијал позитивног кретања цене основног инструмента, при чему је истовремено потпуно заштићен од ризика негативног кретања цене. На пример, лице које располаже обвезницама у свом портфолиу изложено је ризику раста каматне стопе. Раст каматне стопе изазива одговарајући пад цене обвезница у портфолиу, односно капитални губитак. Куповином продајне опције на обвезнице власник стиче право да у случају раста каматних стопа прода своје обвезнице по уговореној цени, иако је у тренутку реализације опције цена обвезнице мања од уговорене. У случају пада каматних стопа, цена обвезница расте и власник неће реализовати опцију.

3. Појам и правна природа деривата

Поводом одређења појма и правне природе деривата приметно је да о томе у теорији и законодавству није изграђен јасан и конзистентан став.

Што се тиче појма у теорији је присутан став да су финансијски деривати уговори чије је основно обележје да им је вредност изведена из вредности неке друге хартије или робе[8]. У Предлогу закона о тржишту хартија од вредности одређује се да су деривати права чија цена зависи од вредности активе на коју се односе, а не сматрају се хартијама од вредности у смислу одредаба овог закона (чл. 55). У Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената се наводи да су деривати стандардизовани уговори (чл. 5. ст. 1. тач. 7). У сваком случају, појам деривата се може одредити само ако се имају у виду њихове основне карактеристике, а то су стандардизованост и преносивост. На основу тога за финансијске деривате би се могло рећи да су то стандардизовани и преносиви финансијски инструменти чија вредност зависи од цене активе коју репрезентују.

У погледу правне природе дошла су до изражаја два опречна става. Први, према коме деривати јесу хартије од вредности. Такво опредељење је изражено у Закону о хартијама од вредности (чл. 2) и у појединим стручним радовима[9]. Такво

8. Радојевић, С., Трговање финансијским дериватима, Правни живот, бр. 10/97, стр. 790.
9. Питић, Г. и др., нав. дело, стр. 106.

решење је усвојено и у Закону о хартијама од вредности Републике Црне Горе (чл. 2, "Сл. лист РЦГ", бр. 59/2000). Према другом ставу, који је садржан у новодонетом Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (чл. 5. ст. 1. тач. 7. и чл. 16), деривати нису хартије од вредности, већ тзв. други финансијски инструменти односно уговори, јер не испуњавају критеријуме у погледу форме и других битних својстава да би се могли квалификовати као хартије од вредности[10]. При томе, један број аутора заступа средње решење, па истичу да су фјучерси уговори о продаји одређене активе, а опције хартије од вредности које власнику дају право да купи или прода одређену активу по унапред договореној цени у одређеном периоду времена[11].

Чини се да је први став исправан и да финансијски деривати представљају једну врсту хартија од вредности. Овакав закључак се може извести ако се имају у виду, с једне стране, особине хартија од вредности, и с друге стране, финансијских деривата. Као и хартије од вредности, тако се и финансијски деривати односе на неко (преносиво) право имовинскоправне природе; право је у тесној вези са дериватом, тако да се не може преносити без преноса самог деривата; деривати су негоцијабилни – преносом деривата на симболичан начин врши се пренос права на које се дериват односи; деривати су презентационе исправе, те право које проистиче из њега може да оствари само оно лице које је у могућности да га поднесе о доспелости другој страни из закљученог берзанског посла. Иначе, деривати су установљени како би служили, пре свега, као средство које омогућује трговину оређеном активом, као средство извршења, а не закључења посла[12].

4. Врсте и поделе деривата

Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената разликује две врсте деривата: фјучерс уговоре и опцијске уговоре.

С обзиром да су то инструменти који треба да омогуће одвијање терминске трговине на берзи (опредељење изражено у Закону о хартијама од вредности), за фјучерс се каже да је то преносив и стандардизован уговор о терминској продаји одређене активе, код кога се испорука и плаћање врши у будућности, по курсу који је утврђен у време склапања уговора. За разлику од фјучерса, опције представљају уговор о терминској продаји берзанског материјала, којим једна страна стиче право да купи или прода предмет опције сваког радног дана до истека уговореног рока (или на дан доспећа утврђен уговором), а друга се обавезује да на захтев прве

10. Ристић, Ж., Тржиште капитала, Београд, 1990, стр. 212. и 217; Царић, С., Функције хартија од вредности у савременој тржишној привреди, Право и привреда, бр. 5 – 8/2000, стр. 56; Ивановић, П., нав. дело, стр. 15; Радојевић, С., нав. чланак, стр. 791. и 794.
11. Altaras, G., Опције и фјучерси, зборник радова: Савремено трговање и путеви ка економској стабилизацији, књ. II, Београд, 1995, стр. 27; Штимац, М., Ђорђевић, Д., Вучуровић, Ж., нав. дело, стр. 14. и 16.
12. Ripert, G., Roblot, R., Traité de droit commercial, Paris, 1996, т. 2, стр. 699.

безусловно преда или преузме и плати уговорени предмет опције. У складу са оваквим појмовним одређењем деривата, фјучерси се могу сврстати у безусловне (затворене) терминске послове код којих се учесници закључењем посла дефинитивно обавезују да га изврше онако како су се споразумели. Насупрот томе, опције се сврставају у условне терминске послове, с обзиром да купац плаћањем премије стиче право, али не и обавезу да искористи опцију. Опција постаје неважећа уколико се не реализује до истека уговореног рока. У том случају обавеза даваоца опције престаје[13)].

Што се тиче поделе деривата, уобичајена је подела која се врши с обзиром на активу на коју се односе, па се разликују робни и финансијски деривати (базирају се на финансијским инструментима, као што су хартије од вредности, валуте, берзански индекси). Поред основне поделе, врше се и друге поделе. Тако, с обзиром на рок на који су емитовани ефекти којима се тргује на фјучерс берзама, разликују се краткорочни и дугорочни фјучерси. Или, према праву које има титулар опције врши се подела на куповне (*call)* и продајне *(put)* опције. Према времену извршења разликују се два типа опција: европска, која може да се искористи само на дан доспећа опције, односно у току унапред одређеног кратког временског периода, и америчка, која може да се искористи било кад до доспећа опције, али не и на сам дан доспећа[14)].

За разлику од наведеног, у Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената садржано је неколико другачијих решења од којих се нека тешко могу разумети и објаснити ако се има у виду улога и природа деривата.

Прво, с обзиром на то како је одређен рок доспелости посла за извршење, а он може да буде и три дана, то значи да деривати више не представљају инструменте који се ексклузивно користе на терминском тржишту. Они могу да буду предмет и промптне трговине (према Закону о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима сматра се да се ради о промтној трговини ако се обавезе извшавају у року од 5 дана, а о терминској трговини ако се извршавају у року дужем од 5 дана – чл. 34). На овај начин је потпуно обесмишљена потреба постојања деривата као инструмента са којим може да се тргује, да се оствари заштита од ризика неповољног формирања курса берзанског материјала, али и да се искористе позитивна кретања курса како би се препродајом деривата остварила максимална добит.

Друго, за фјучерс се више не може рећи да спада у инструменте на основу кога се закључују фиксни берзански послови, јер се посао може окончати без испоруке предмета уговора плаћањем разлике, која се покаже између цене на дан погодбе и оне о року извршења посла. Захваљујући тој новини, фјучерси се деле на оне са испоруком предмета уговора и оне без испоруке предмета уговора.

Увођењем у наш правни живот фјучерса без испоруке предмета уговора истовремено признаје се правна снага диференцијским пословима који су раније често

13. Мићовић, М., Берзански послови и хартије од вредности, Крагујевац, 2000, стр. 35.
14. Исто, стр. 43 – 53.

нападани као нешто што је опасно и штетно, јер се мисли само на зараду, а не на материјал, његов пријем и испоруку[15]. Закон о јавним берзама Краљевине Србије из 1886. године је допуштао диференцијске послове (чл. 15), с тим што су на старој Београдској берзи, у циљу обезбеђења потребне сигурности за берзанске учеснике, била донета правила којима је одређивано да се посао разлике не може склопити на рок дужи од два месеца.

Ако се постојање диференцијских послова може прихватити, неразумљиво је и непотребно да се они везују за фјучерсе. Ово с тога што су уговорне стране дужне да положе на берзи гарантни депозит, који служи као обезбеђење за покриће губитака у трговини, ако трговац одустане од својих обавеза. Страна која одустане од уговора губи право на повраћај гарантног депозита. Дакле, право да се посао не изврши, када се ради о фјучерсу, не мора да се посебно уговара. Оно је садржано у самом фјучерсу, с тим што у том случају лице које одустане од извршења посла губи новац који је положен као гарантни депозит (тај износ може да буде већи од своте коју би требало исплатити по основу диференције).

Треће, када се ради о опцијама, оне доспевају на дан утврђен уговором. На овај начин се одбацује амерички тип опције, који је до сада код нас био прихваћен, а прихвата се европски тип опције.

5. Обезбеђење извршења обавеза

Надзор и функционисање берзанских послова који се обављају уз помоћ финансијских деривата остварује се преко институционализованог оквира – клириншке куће[16] која обавља послове клиринга и салдирања на берзи. Стога, у појединим законодавствима се одређује, под претњом ништавости, да сваки закључени посао мора да буде пријављен клириншкој кући[17].

Клириншка кућа потпомаже да се отклони неизвесност, односно да се успостави поверење између уговарача у погледу извршења преузетих обавеза које доспевају у будућности. Наиме, када се закључи уговор, уговарачи преносе услове уговора на клириншку кућу, која постаје пословни партнер за обе уговорне стране. Она постаје гарант купцу за испоруку, а продавцу за плаћање. Истовремено, она се излаже ризику у случају да уговарачи одустану од извршења посла. Да би се овај ризик ограничио клириншка кућа захтева од својих партнера да положе одређени гарантни депозит (код фјучерса гарантни депозит полажу и купац и продавац, а код опције ту обавезу има само продавац), на посебан рачун, који служи као

15. Зебић, М., О берзама и посебно о Београдској берзи, Београд, 1990, стр. 35.
16. Клириншка кућа води рачуне свих учесника на берзи и врши њихово сравњивање у складу са закљученим пословима; прати финансијску страну трговине; прикупља иницијалне марже (депозите) на нивоу неопходном за несметано обављање трговине; по потреби организује физичке испоруке предмета трговања на дан салдирања трансакције; доставља извештаје учесницима. О овоме: Питић, Г. и др., нав. дело, стр. 38.
17. Ripert, G., Roblot, R., нав. дело, стр. 154.

обезбеђење за покривање губитака у трговини, ако трговац одустане од својих обавеза. Страна која одустане од уговора губи право на повраћај гарантног депозита.

Средства која се полажу као гарантни депозит не могу да износе мање од једне трећине вредности фјучерс уговора, односно опцијског уговора (чл. 188. ст. 4. Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената). Овако одређен износ је превисок. Тиме се учесници берзанског трговања неоправдано лишавају могућности да користе та средства у одређеном периоду, а да истовремено нису неопходна да се осигура извршење закљученог посла (ово нарочито ако се има у виду механизам дневног поравнања којим се обезбеђује да на рачуну има увек довољно средстава за покриће губитака који настану за једну страну услед неповољног формирања курса активе на коју се односи дериват). Осим тога, овакав закључак се може извести и ако се има у виду уобичајена пракса према којој се гарантни депозит обично креће између 5 – 10 посто вредности берзанског материјала на који се односи дериват[18]. Или, у Француској, у зависности од тога шта се полаже на име депозита, он износи 15 процената (полаже се у новцу), 20 процената (депозит изражен у хартијама од вредности са фиксним приносом) или 25 процената (покриће у хартијама од вредности са варијабилним приносом) од вредности обавезе која је преузета закључењем посла[19].

С обзиром да губици могу да буду знатно већи од депоноване марже, то се клириншкој кући пружа додатна заштита у виду дневног поравнања. Оно се врши тако што клириншка кућа свакодневно упоређује цену активе која је одређена у уговору са дневном (промптном) ценом која се формира за исту активу на затварању берзанског састанка. У случају пада цене активе рачун купца се умањује за износ ценовне промене, а средства се пребацују на рачун продавца. Овај поступак се назива дневно прилагођавање тржишним ценама.

У случају губитака, по правилу, клијент ће бити дужан да изврши додатну уплату којом ће покрити настали губитак[20]. Наиме, као што одређује висину гарантног депозита, тако берза одређује и износ минималног депозита (он износи, по правилу, 75 до 80 процената од гарантног депозита), и у том смислу треба разумети законску оредбу према којој су одређена лица дужна да одржавају висину гарантног депозита (чл. 188. ст. 6. Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената). Ако стање на рачуну падне испод минималног износа депозита, клијент ће добити позив да уплати додатни износ новца на свој рачун, до нивоа иницијалног депозита. Ако клијент то не учини, берзански посредник ће ликвидирати његову позицију, у ком случају клијент губи иницијални депозит[21].

18. Ивановић, П., нав. чланак, стр. 25.
19. Kostolony, F., La bourse, Paris, 1974, стр. 69.
20. Ристић, Ж., нав. дело, стр. 213; Ивановић, П., нав. чланак, стр. 24.
21. Ковачевић, Р., нав. дело, стр. 106.

6. Закључак

Најкраће речено, са доношењем Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената одступљено је од решења која су садржана у претходно донетим прописима, којима је на релативно добар начин позиционирана природа, карактер, место и начин трговања са дериватима, и која је требало, на одговарајући начин, само надоградити и допунити. Уместо тога, дошло се до лоших решења којима се мења природа и улога деривата (општи појам деривата је одређен непрецизно; деривати, с обзиром на начин како је одређена доспелост посла, су изгубили карактер инструмента који служи ради обављања терминске трговине; фјучерси се више не могу убројати у инструменте уз помоћ којих се обављају на берзи фиксни послови), до решења којима се на неприхватљив начин ставља у први план Комисија за хартије од вредности, а ограничава аутономност берзе, на начин да она, а не Комисија, одлучује са којим дериватима, под којим условима и на који начин ће се трговати на берзи. Наравно, то не значи да Комисија треба да изгуби контролну функцију над берзанским пословањем, већ само да се њена овлашћења одреде на један суптилнији начин, примеренији потребама берзанског пословања.

Miodrag Mićović, Ph.D.
Professor, Faculty of Law, Kragujevac

Financial Derivatives

Summary

This article deals with questions connected with notion, legal nature, types of financial derivatives and clearing house, as an institutional frame which follows the financial part of trade with derivatives. There is also a comparison between up-to-date rules and the new ones in the Securities and Other Financial Instruments Market Act. On the ground of that comparison and the usual apprehensions of role of derivatives in the stock exchange dealing, the author warns that the new rules are worse than the old ones. He also claims that the new regime inadequately regulates the notion of derivatives, changing their character as instruments for forward trade, and that it disturbs division between unconditional and conditional stock exchange bargains, whereas the first ones should be futures, while the others should be options.

***Key words**: Financial Derivatives; Futures; Options; Legal Nature.*