

др *Добросав* МИЛОВАНОВИЋ  
ванредни професор Правног факултета Универзитета у Београду

Душан ПРОТИЋ  
помоћник министра у Министарству трговине и телекомуникација  
Републике Србије

мр *Владо* КОВАЧЕВИЋ  
саветник, Компензациони фонд Републике Србије

## ПОТРЕБА ЗА ДОГРАДЊОМ ПРАВНОГ СИСТЕМА У ВЕЗИ СА ТРГОВИНОМ СТАНДАРДИЗОВАНИМ РОБАМА И СТАНДАРДИЗОВАНИМ ТЕРМИНСКИМ УГОВОРИМА\*

### Резиме

*Велика флукуација цена берзанских пољопривредних производа доводи до потребе усвојављања инструмената за осигурање (будуће) цене тих производа. Иако постоји изражена потреба и могућности према ЗТК за формирање ове врсте пржишћа, она још увек нису усвојављена. Усвајањем измена и дојуна релевантних закона, ошклониле би се претерке за њихово усвојављање. При томе, оне би требало да буду засноване на криптичком преузимању уобичајеној начина уређења ове врсте пржишћа у САД и чланицама ЕУ.*

*Са друге стране, повезивање Закона о робним берзама и Закона о пржишћу кинишала имало би позитиван ефекат на развој робној пржишћа и пржишћа кинишала из следећих разлога:*

\* Овај рад сачињен је као део пројекта на Правном факултету Универзитета у Београду „Србија као правна држава“. Истраживању које је претходило изради рада и заузетим ставовима знатно је допринела Лана Јанковић, саветник Комисије за хартије од вредности.

- *проширењем надлежности Комисије за хартије од вредности на издавање дозвола и контролу рада робних берзи, избило би се оснивање новој орјана за наведене послове,*
- *омогућавање инвестиционим друштвима основаним по ЗТК да своје делатности обављају и на робној берзи, уз, по потреби, додату кадровску осисобљеност, повећало би ефикасности и поједноставило би рад берзанских посредника,*
- *дошло би до поједностављења законске процедуре из разлога што би се оснивање, контрола и рад робних берзи у највећој мери ослањали на одредбе ЗТК.*

*Наведени аспекти имају велики значај првенствено стога што је домаће тржиште, и роба и ефеката, малој обима. Стога је изузетно значајно да се обезбеди поштовање начела економичности, тиме што се не би оснивале нове институције, као и кроз давање могућности да инвестициона друштва, без неопходних проширења и додатних процедура, послују на обе берзе и сл.*

*С обзиром да материја робних берзи није уређена већ скоро деценију и чињеницу да је повољан момент да се у овој области заузме лидерска позиција у целом региону итд. Западној 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 могућности међусобне сарадње и повезивања у циљу повећања ликвидности, обезбеђења поштуне правне сигурности и смањења проширеној пословања.*

**Кључне речи:** *робне берзе, Закон о робним берзама, Закон о тржишту калитала.*

## I Увод

Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима из 1994. године, поред одредаба о финансијској берзи, садржао је и одредбе о робној берзи. Међутим, почев од Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2003. године, закони Републике Србије који регулишу финансијска тржишта, не уређују услове за оснивање, функционисање, статус и надзор над робним берзама. Тиме је створена правна празнина у овој области. Најпре, не постоји регулаторно тело које издаје дозволе за рад и контролише робну берзу

и њене чланове. Такође, недостају заштитни механизми који гарантују исплату продавца, односно испоруку робе купцу. Учесници у овим пословима препуштени су редовној судској процедури, што успорава решавање спорних ситуација и носи друге повећане трошкове. На овај начин је и Продуктна берза, која је основана 1958. године у Новом Саду, остављена без прописа који би уређивали наведена питања. Иначе, ова институција (успешно) организује трговање пољопривредним производима (као што су кукуруз, пшеница и соја). Потреба за том врстом организованог тржишта постоји и у наредном периоду, јер се тиме обезбеђује ликвидно, сигурно и равноправно трговање овим робама и дефинише дневна цена неопходна за успостављање тржишта стандардизованих терминских уговора пољопривредних производа.<sup>1</sup> Такође, на овај начин доприноси се смањивању монопола на тржишту. Поред тога, имајући у виду упоредна искуства, постоји вероватноћа да ће се појавити потреба за организовањем трговања другим „робама“, нпр. енергентима или дозволама за емитовање одређених штетних материја. Према томе, доношењем Закона о робним берзама обезбедиле би се правне претпоставке за поуздано дневно тржиште и успостављање терминског тржишта стандардизованих пољопривредних производа. Касније би се на истим принципима и нормама могла успоставити тржишта других стандардизованих роба.

Иако је Закон о тржишту капитала<sup>2</sup> усвојен пре свега две године, у његовој примени уочени су извесни недостаци. Стога је управо у току рад на изменама и допунама овог Закона. Готово истовремено, започет је и рад на Закону о робним берзама. За разлику од примера из праксе када није било вођено довољно рачуна о усклађености закона који уређују повезану материју, у овом случају је од почетка обезбеђена координација између надлежних министарстава.

У наставку разматрамо питања која захтевају усвајање Закона о робним берзама (ЗРБ), као *lex specialis*-а у односу на Закон о тржишту капитала (ЗТК), уз могућност да се поједина од њих уреде изменама и допунама потоњег закона.

## II Специфични услови за оснивање робне берзе

а) Најпре, потребно је утврдити *минимални износ новчаној дела кайишала* робне берзе. Полазна решења предвиђају да би тај износ требало да буде 30.000.000 динара. Овај износ би морао да буде у целини

1 Закон о тржишту капитала их назива изведеним робним финансијским инструментима.

2 Закон о тржишту капитала (*Службени гласник РС*, бр. 31/2011).

уплаћен на привремени наменски рачун код банке, ради добијања дозволе за рад робне берзе, на дан када је Комисији за хартије од вредности поднет захтев за издавање дозволе за рад. На овај начин се обезбеђује извесност постојања новчаних средстава, али и скраћује период у коме се она као неактивна налазе на привременом рачуну. Такође, када се подносилац захтева упише у регистар привредних субјеката, пошто добије дозволу за рад од Комисије, наведени новчани улог преносио би се на рачун робне берзе, постајући део њене имовине, који би она слободно користила у обављању своје делатности у складу са ЗРБ-ом и другим важећим прописима. Иначе, ово решење подразумева проширење надлежности Комисије за хартије од вредности, поред издавања дозволе и на све друге аспекте регулаторних и надзорних функција у погледу робне берзе и осталих учесника на овом тржишту, сходно решењима која су предвиђена ЗТК-ом, о чему ће се касније детаљније говорити.

б) *Кадровска и организациона осјобљеност и техничка опремљеност*. Прелиминарно мишљење је да би робна берза требало да има најмање три физичка лица са положеним стручним испитом за трговање на робно-берзанском тржишту. Под тим се подразумева да ова лица морају имати положен испит за рад на тржишту финансијских инструмента, уз његово проширење на део који се односи на рад на робно-берзанском тржишту. У вези са тим, неопходно је дефинисати програм за полагање овог дела испита и одредити однос према програму и испиту који предвиђа ЗТК. Такође, требало би размотрити могућност да се прелазним одредбама предвиди да се запосленима на „Продуктној берзи“, који имају положен испит за рад на тржишту финансијских инструмента, призна и сертификат за рад на робно-берзанском тржишту, због искуства које поседују у трговању на том тржишту (уз одређивање нпр. потребног броја година радног искуства). Поред тога, робна берза мора бити кадровски оспособљена за несметано функционисање одељења за клиринг и салдирање на тржишту робе.

Робна берза била би дужна да у оквиру одељења за клиринг и салдирање усвоји и примењује стабилан и сигуран систем ујрављања укључујући: 1) поуздану организациону структуру, надзорне процедуре и упутства о пословању; 2) ефикасне процедуре за утврђивање, процену и контролу ризика којима је робна берза изложена у функционисању клиринга и салдирања; 3) ефикасан систем унутрашње контроле, одговарајуће административне, рачуноводствене и процедуре унутрашње ревизије и 4) одговарајуће процедуре за спречавање, утврђивање и решавање сукоба интереса између робне берзе и чланова клиринга и салдирања.

Поред одговарајуће техничке опремљености за трговање, која се захтева и за регулисана тржишта која уређује ЗТК, робна берза мора имати и одговарајућу опрему за обављање послова клиринга и салдирања.

### III Специфичности тржишта на робној берзи

Преостале специфичности које се приказују у наставку рада биће подељене у две групе, имајући у виду да постоји суштинска разлика између два могућа тржишта на робној берзи: 1) *тржиште стандардизованих роба* и 2) *тржиште стандардизованих терминских уговора*.

#### 1. Тржиште стандардизованих роба

а) Најпре је неопходно *дефинисати робе* које представљају предмет трговања на робној берзи, имајући у виду да оне, у складу са материјом коју уређује ЗТК, нису дефинисане тим законом. У том смислу, роба би представљала стандардизовани тржишни материјал са роком испоруке до пет радних дана од датума трансакције. Стандард квалитета робе којом се тргује на овом тржишту требало би да одређује робна берза, а сагласност за укључење сваке појединачне робе на листинг робне берзе би давала Комисија за хартије од вредности у складу са својим актима, а на основу захтева робне берзе за укључење конкретне робе на листинг.

б) Трговање робама на берзи има своје специфичности, које се могу уочити у дугогодишњем пословању Продуктне берзе. ЗРБ-ом је неопходно предвидети учешће *овлашћених берзанских службеника*, преко којих се обавља трговање робом. То су физичка лица стално запослена на робној берзи, која у име и за рачун клијента посредују у трансакцијама на тржишту робе. Кључна разлика у односу на остале врсте тржишта (нпр. хартија од вредности,<sup>3</sup> стандардизованих терминских уговора/изведених финансијских инструмената<sup>4</sup>) је у томе што се код трговања робом сви налози обавезно дају преко овлашћеног берзанског службеника. То је последица специфичности трговања берзанском робом јер се увек ради о физичкој испоруци робе.<sup>5</sup> Стога су ту потребне додатне провере у погледу сигурности плаћања, односно испоруке робе, у чему робна берза има посебну улогу. Наведена потреба

3 Хартије од вредности су дематеријализоване, воде се у Централном регистру хартија од вредности, блокирају се када је дат налог за њихову продају и Централни регистар обезбеђује истовременост плаћања и „испоруке“ продате хартије на рачун купца.

4 Код којих, по правилу, нема физичке испоруке предмета трговања, него се трансакција финансијски затвара између „последњих“ уговорних страна на дан доспећа уговора.

5 Поред постојеће робе, нпр. на Продуктној берзи тренутно се може обављати и трговина нестандардизованим терминским уговорима, која такође подразумева физичку испоруку робе између познатих купаца и продаваца и којима се не може даље трговати. Имајући у виду потребе праксе, требало би ЗРБ-ом оставити могућност закључивања и ове врсте уговора преко робне берзе.

захтева и извесна редефинисања послова који су ЗТК-ом забрањени за берзу. Наиме, робна берза не може да тргује стандардизованим тржишним материјалима, осим послова заступања клијената, у име и за рачун клијента, на тржишту робе, које обављају овлашћени берзански службеници.

Овлашћени берзански службеници тргују на овом тржишту у име и за рачун клијената, у својству посредника. Клијенти овлашћених берзанских службеника могу бити правна лица, предузетници и робни инвестициони фондови са територије Републике, Република, аутономна покрајина, јединице локалне самоуправе и Народна банка Србије.

Клијенти инвестиционих друштава, која би била чланови робне берзе на дневном тржишту роба могу бити сва домаћа и страна лица. При томе, требало би темељно преиспитати да ли је боље решење да и инвестициона друштва обавезно дају налоге преко овлашћених берзанских службеника, или да могу да непосредно учествују у трговању. У првом случају, избегле би се компликације које могу проистећи из другог (хибридног) система. Наиме, овлашћени берзански службеници би, као и у осталим случајевима вршили контролу поднетих налога и обезбеђивали већу сигурност трговања. Тиме се истовремено смањује потреба за додатним гаранцијама које би морала да дају инвестициона друштва за улазак у трансакцију, кроз учешће у посебном заштитном фонду, а такође смањује се и потреба за њиховим додатним специјализованим знањима. Практично, систем трговања би био разумљив и једноставан, инвестициона друштва би, као чланови берзе, доприносила повећању ликвидности, а стимулација за то могу бити ниже тарифе које би им се наплаћивале. У другом случају, постоји могућност стварања простора за неравноправан положај овлашћених службеника берзе у односу на чланове берзе, као и за извесне сукобе интереса. С друге стране, неопходно је имати у виду и да овлашћени берзански службеници не могу играти улогу маркет мејкера, који су од великог значаја за обезбеђење ликвидности на сваком тржишту берзе, па и на тржишту роба. Наиме, овлашћени берзански службеник не може гарантовати јер као физичко лице нема средства потребна за ову врсту трговања, а такође ни берза не би смела да му обезбеди ова средства, јер би то био сукоб интереса.

в) Постоје специфичности у погледу начина клиринга и салдирања, имајући у виду да је реч о спот тржишту на коме се врши физичка испорука робе. Робна берза би у оквиру одељења за клиринг и салдирање на тржишту робе обављала следеће послове: 1) клиринг и салдирање на основу трансакција на тржишту робе, и утврђивање стања обавеза и потраживања клијента овлашћених берзанских службеника и инвестиционих друштава; 2) управљање заштитним фондом на тржишту робе и

3) друге послове у вези са тржиштем робе, укључујући активности чије је обављање неопходно ради вршења послова из њихове делатности.

У вези са тим, правилима робне берзе на тржишту робе требало би утврдити: 1) клиринг и салдирање обавеза и потраживања насталих по основу трансакција на тржишту робе; 2) пренос права (власништва) над робом (и садржина налога за пренос), са једне и новца, са друге стране; 3) образовање и коришћење заштитног фонда у случају неизвршења обавеза члана клиринга и салдирања на тржишту робе и 4) друга питања од значаја за рад одељења за клиринг и салдирање на тржишту робе.

Иначе, право чланства у клирингу и салдирању на тржишту робе остваривало би се уплатом чланарине прописане правилима робне берзе и уплатом новчаних средстава, односно полагањем гаранција у заштитини фонд на тржишту робе, на начин и у износу прописаним правилима робне берзе и у складу са ЗРБ-ом.

Робна берза би била дужна да за потребе несметаног функционисања клиринга и салдирања на тржишту, отвори посебан наменски рачун код пословне банке преко кога би се спроводиле све новчане трансакције, по основу трансакција на тржишту робе.

г) *Посебан заштитни фонд берзе* који треба да послужи за случај неиспуњења обавеза. Један од основних предуслова за успостављање робно-берзанског пословања великог обима је гарантовање испуњења обавеза учесницима у робно-берзанском трговању. Тренутна пракса је да су учесници трговања на Продуктној берзи у случају спора препуштени редовним неефикасним судским процедурама. Успостављање заштитних фондова ће омогућити вансудско обештећење оштећене стране у робно-берзанском пословању, што је пракса и у другим развијеним робно-берзанским системима.

д) У погледу *инвестиционих друштва*, потребно је размотрити да ли она која су основана по ЗТК-у могу да се баве истим пословима за које су добила дозволу на финансијском тржишту (нпр. маркет мејкери, инвестициони саветници) и на робно-берзанском тржишту. Такође, ако је то могуће, да ли постоји потреба за нормама које би уредиле (специфичне) услове за обављање сваке од категорија послова на робној берзи (нпр. висину новчаног дела основног капитала, предвиђање специфичног испита и броја лица који би требало да га положи) и начин функционисања субјеката који желе да тргују стандардизованом робом преко робне берзе. Ово питање у одређеној мери зависи и од чињенице да ли ће инвестициона друштва моћи директно да дају налоге на робној берзи или искључиво преко овлашћених берзанских службеника, о

чему је раније било говора. Такође, инвестициона друштва основана по ЗТК-у или која ће се основати сходном применом тих одредаба би се, уз испуњавање специфичних услова за рад на робној берзи, по одлуци Комисије, уписивала у један или више регистара инвестиционих друштава овлашћених за рад на робној берзи који би био јаван. Предност овог систем уписа у регистар је његова једноставност у односу на посебно законско дефинисање статуса инвестиционих друштава која би се оснивала за рад на робном тржишту. Поред тога, неопходно је утврдити која су поступања недопуштена на робној берзи и на који круг лица се она односе.

ђ) На сегменту роба којима се тргује на робној берзи неопходно је предвидети и одредбе које ће омогућити начин учешћа *Дирекције за робне резерве*, при чему би се остала питања уредила ЗРБ-ом, тако да би требало водити рачуна о складу ова два повезана закона и одговарајућих подзаконских аката. Овим се у односу на додатне послове берзе регулисане ЗТК-ом уводи за њу додатни учесник, односно режим за обављање одређених трансакција – када робне резерве интервенишу на тржишту.

е) *Обавезности усјоствљављања берзанској суда* (арбитраже) који треба да обезбеди стручно и брзо решавање спорова и то уз ниже трошкове у односу на судску процедуру. Берзански суд би био стални изабрани суд (арбитража) надлежан да решава спорове на робној берзи, као што су спорови између робне берзе и њених чланова, између чланова, између овлашћених берзанских службеника и између клијената овлашћених берзанских службеника и инвестиционих друштава, у трговању на тржишту робе.

Робна берза би била дужна да установи изабрани суд (арбитражу) и да има посебна правила о његовом положају, организацији, саставу, избору, судијама, надлежности, финансирању, поступку, трошковима и другим питањима значајним за његов рад, а у складу за Законом о арбитражи.

Робна берза својим правилима би обавезала своје чланове, као и учеснике у трговању на тржишту робе, да уговарају надлежност берзанског суда (арбитраже) за решавање спорова из берзанских послова које у њој закључују.

На берзански суд (арбитражу) и поступак решавања спорова пред берзанским судом (арбитражом) примењивала би се правила Закона о арбитражи, ако правилима берзе друго није предвиђено.

ж) На крају, потребно је дефинисати *регулаторно тело* које издаје дозволу за рад робне берзе и правним лицима која желе да обављају трговину стандардизованом робом преко робне берзе, надзире ове



субјекте и предузима мере у случају откривања незаконитости. У погледу регулаторног тела, неопходно је предвидети и знања и вештине које његови службеници морају да поседују да би могли да обављају наведене функције.

При утврђивању надлежности органа (тела) за регулацију питања која се односе на пријем на листинг, трговање, клиринг и салдирање стандардизованих роба, потребно је имати у виду постојећу регулаторну структуру на домаћем финансијском тржишту и тенденције у свету у правцу обједињавања различитих међусобно повезаних активности на тој врсти тржишта, са циљем повећања квалитета регулације и координације регулаторних тела, подизања поверења и смањивања простора за недозвољена понашања свих учесника на тржишту, као и настојања да се смање разноврсни трошкови регулације регулаторних тела и учесника на тржишту. У том смислу, чини се да би најоптималнији модел био да за наведена питања буде надлежна Комисија за хартије од вредности. При том, неопходно је обезбедити све претпоставке за њено правилно функционисање. Најпре, неопходне су извесне измене основног закона који уређује њен статус и надлежности (ЗТК-а). Такође, имајући у виду да се до сада код нас није трговало изведеним финансијским инструментима, неопходно је обезбедити да службеници Комисије поседују сва релевантна знања за квалитетно праћење стања и надзор над активностима у вези са том врстом инструмената. Требало би обезбедити да информационо-комуникациони систем Комисије у сваком тренутку може да прати и рано уочи све потенцијалне опасности на (проширеном) тржишту финансијских и робних инструмената. Такође, посебно имајући у виду недавна негативна искуства у свету, требало би водити рачуна да се допусти трговање оним стандардизованим терминским уговорима који су разумљиви учесницима и првенствено омогућавају произвођачима и прерађивачима пренос ризика и извесност пословања, а не служе искључиво „клађењу“ на тржишту. Коначно, као и по питању робних стандарда, и овде би требало пронаћи меру између улоге наведеног регулаторног тела, као кључног заштитника јавног интереса и берзе, односно организатора тржишта, као носилаца саморегулаторних функција. Такође, у погледу наведене саморегулаторне улоге требало би размотрити да ли да се одлучивање берзе, односно организатора тржишта, о пријему својих чланова, њиховим правима и обавезама чланова и сл. и даље третира као вршење јавних овлашћења уз заштиту у оквиру управног спора или је реч о материји трговинског права, где би се незадовољно лице могло тужбом обратити трговинском суду када сматра да организатор тржишта, односно берза, при одлучивању нису поштовали закон, правилнике Комисије и своја правила.

## 2. Тржиште стандардизованих терминских уговора

На основу досадашњих излагања, може се закључити да би стандардизована роба на робној берзи била један од сегмената или једини сегмент тржишта. Када разматрамо *тржишних стандардизованих терминских уговора*, у суштини говоримо о тржишту „изведених финансијских инструмената“ које већ уређује ЗТК. Према томе, овде је реч искључиво о другачијем терминолошком означавању истих предмета трговања (тржишног материјала). У том смислу, прве радне верзије ЗРБ-а под *стандардизованим терминским уговорима* *подразумевају* стандардизовани тржишни материјал са роком испоруке основног тржишног материјала, на који се тај уговор односи, дужим од пет радних дана од датума трансакције. С друге стране стоји чињеница да ЗТК не предвиђа или на непотпун, односно неодговарајући начин, уређује извесна питања, која су неопходна за успешно трговање овом врстом стандардизованих тржишних материјала (терминских уговора) који се односе на (робну) берзу. У том смислу потребно је (другачије) уредити следећа питања:

- а) *креирање стандардизованих терминских уговора од стране берзе,*
- б) *ушврђивање листинга,*
- в) *пројисивање могућности да клиринг и салдирање за изведене финансијске инструменте, односно стандардизоване терминске уговоре, обавља Централни регистар за харџије од вредности (постојеће решење) или сама берза у оквиру свој одељења за клиринг и салдирање (ново решење).*

Због значаја за отпочињање трговања, овом питању посвећујемо посебну пажњу. 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.).

У том смислу, поред варијанте вршења клиринга и салдирања предвиђене ЗТК-ом, требало би размотрити могућност да се функција клиринга и салдирања на тржишту стандардизованих терминских уговора оснује у оквиру берзе/организованог тржишта. То решење је уобичајено у упоредном праву и смањује ризик обављања ове функције, нарочито кроз чињеницу да берза у сваком терминском уговору игра улогу друге уговорне стране и да се врши тзв. нетовање. У том случају,

одељење за клиринг и салдирање, на тржишту стандардизованих терминских уговора, представљало би организациони део робне берзе/ организатора тржишта који би се организовао и пословао у складу са одговарајућим законом.

Робна берза би, у оквиру одељења за клиринг и салдирање, на тржишту стандардизованих терминских уговора, обављала следеће послове: вођење евиденције ових уговора уопште, као и на рачунима чланова робне берзе, односно на рачунима чланова клиринга и салдирања; евиденција и управљање рачунима чланова берзе, односно рачунима чланова клиринга и салдирања; упис права трећих лица на стандардизованим терминским уговорима; чување електронске евиденције о стандардизованим терминским уговорима; управљање новчаним рачунима чланова робне берзе, односно чланова клиринга и салдирања; клиринг и салдирање на основу трансакција овом врстом уговора и утврђивање стања обавеза и потраживања чланова робне берзе, односно чланова клиринга и салдирања; утврђивање и додела једнообразних идентификационих бројева стандардизованим терминским уговорима; вођење шифрарника врста стандардизованих терминских уговора; обрачунавање пореза на пренос ових уговора, као и друге послове у вези са стандардизованим терминским уговорима.

Да би клиринг и салдирање у оквиру робне берзе делотворно функционисао, Правилима робне берзе требало би уредити следећа питања: 1) одређивање вредности иницијалне и минималне маргине; 2) отварање и вођење рачуна стандардизованих терминских уговора; 3) отварање и управљање новчаним рачунима; 4) клиринг и салдирање обавеза и потраживања насталих по основу трансакција на тржишту стандардизованих терминских уговора; 5) пренос права из стандардизованих терминских уговора и садржина налога за пренос; 6) образовање и коришћење заштитног фонда и други начини смањења ризика у случају неизвршења обавеза члана клиринга и салдирања на тржишту стандардизованих терминских уговора и 7) друга питања од значаја за рад одељења за клиринг и салдирање стандардизованих терминских уговора.

Право чланства у клирингу и салдирању на тржишту стандардизованих терминских уговора остварује се уплатом чланарине прописане правилима робне берзе и уплатом новчаних средстава, односно полагањем гаранција у заштитни фонд, на начин и у износу прописаним правилима робне берзе и у складу са законом.

Робна берза отвара маргинске и новчане рачуне и управља маргинским и новчаним рачунима чланова робне берзе, односно чланова клиринга и салдирања. Маргински, односно новчани рачуни, отварају се

и воде код Народне банке Србије. Стандардизовани термински уговори и новчана средства чланова робне берзе на рачунима којима управља робна берза не улазе у имовину, нити у стечајну или ликвидациону масу робне берзе и не могу бити предмет принудне наплате.

Робна берза контролише чланове робне берзе, односно чланове клиринга и салдирања на тржишту стандардизованих терминских уговора у делу послова у оквиру одељења за клиринг и салдирање на тржишту стандардизованих терминских уговора. У вршењу контроле робна берза има право непосредног увида у документацију у вези са наведеним пословима. Када робна берза у контроли на тржишту стандардизованих терминских уговора, утврди незаконитости, односно неправилности које представљају повреду одредаба овог закона, акта Комисије и акта робне берзе, налаже решењем члану робне берзе, односно члану клиринга и салдирања на тржишту стандардизованих терминских уговора, да у одређеном року отклони такве неправилности. Робна берза без одлагања обавештава Комисију, о свакој значајној повреди одредаба ЗРБ или акта Комисије, односно робне берзе коју члан почини.

Народна банка Србије доноси прописе којима се уређује начин обављања платног промета преко новчаних и маргинских рачуна којима управља робна берза на тржишту стандардизованих терминских уговора. Народна банка Србије врши контролу законитости пословања робне берзе на тржишту стандардизованих терминских уговора и њених чланова у делу који се односи на обављање платног промета преко новчаних, односно маргинских рачуна којима управља робна берза.

г) Поставља се питање да ли је на овом тржишту неопходно увести *исебан заштитни фонд*, јер је терминско трговање заштићено системом маргина. Такође, кроз Фонд за заштиту инвеститора обезбеђен је одређени круг инвеститора<sup>6</sup> и то само у одређеним случајевима.<sup>7</sup> С друге стране, имајући у виду могућност да услед наглих промена цене терминских уговора и истовремене неликвидности тог тржишта (тешкоћа да се пронађе нова уговорна страна) може доћи до проблема у вези са допуном износа маргине, требало би размотрити да ли постоји потреба да се због тог ризика, за неки износ увећа депозит инвестиционих друштава у Фонду за заштиту инвеститора. Такође, требало би размотрити могућност ограничења максималне дневне флукуације цена на организованом тржишту ових инструмената.

6 ЗТК-ом су из овог модела заштите искључене различите врсте професионалних инвеститора/учесника.

7 У случају стечаја инвестиционог друштва и када Комисија за хартије од вредности решењем утврди да оно није у стању да испуни доспеле обавезе према клијентима, а не постоје изгледи да ће се околности у догледно време значајно изменити.

д) *Успостављање обавезној берзанској суда* из истих разлога који су наведени код тржишта роба. Уколико би се на берзи обављало трговање стандардизованом робом и терминским уговорима, исти берзански суд би решавао спорове на оба тржишта.

ђ) *Трговци и клијенти на тржишту стандардизованих терминских уговора*. На тржишту стандардизованих терминских уговора, директно тргују инвестициона друштва основана у складу са ЗТК која су чланови робне берзе. Клијенти инвестиционих друштава на овом тржишту могу бити сва домаћа и страна лица. С друге стране, у погледу инвестиционих друштава неопходно је дефинисати специфичне услове који су неопходни за обављање трговања на робној берзи стандардизованим терминским уговорима. Ту се мисли на следећа питања у вези са *чланом робне берзе, односно* трговцем, који директно тргује на тржишту стандардизованих терминских уговора:

1) потребу да запослени стекну одређена знања ако тргују специфичним робним дериватима, како би могли да квалитетно процењују ризик,

2) стицање чланства у клирингу и салдирању и отварање маргинских рачуна код одељења за клиринг и салдирање берзе (уместо у Централном регистру, како је то предвиђено ЗТК-ом). Радна верзија предвиђа да су *маргински рачуни* – новчани рачуни чланова клиринга и салдирања на тржишту стандардизованих терминских уговора, намењени новчаним депозитима за заштиту од ризика промене цене стандардизованог терминског уговора до његовог доспећа. У вези са тим предвиђа се *иницијална маргина* – износ новчаног депозита на маргински рачун који прописује робна берза приликом трансакције на тржишту стандардизованих терминских уговора, као и *минимална маргина* – минимални новчани износ који члан клиринга и салдирања на тржишту стандардизованих терминских уговора, мора имати на свом маргинском рачуну, а који прописује робна берза,

3) техничке услове које би требало да испуне да би могли да делотворно тргују преко система берзе (што би се специфицирало правилима робне берзе).

#### **IV Модел доградње уређења тржишта изведених финансијских инструмената/стандардизованих терминских уговора**

У начелу, могућа су два начина доградње уређења наведених питања:

1) Усвајање измена и допуна ЗТК које се односе на организовано тржиште и наведене инструменте, чиме би се унапредила постојећа решења и одвојило регулисање ефектних и терминских тржишта, због њихових специфичности. То би омогућило дефинисање нешто другачијих услова нпр. у погледу потребног капитала за оне организаторе који би се бавили организацијом једног од тих тржишта. Такође, предвидела би се могућност успостављања клиринга и салдирања у оквиру организатора терминског тржишта и разрадили елементи неопходни за његово успешно функционисање (нпр. чланство, маргински рачуни и сл.). Коначно и друга горе наведена питања била би уређена на начин који би обезбеђивао несметано функционисање терминског тржишта. Овај модел би више био на линији очувања „јединства“ система.

Ако би се у ЗТК додатно уредило терминско тржиште, требало би нарочито обратити пажњу на следеће измене и допуне: 1) у основним одредбама предвидети робне берзе које ће се регулисати посебним законом и раздвојити хартије од вредности (ефекте) од терминских уговора; 2) у одредби члана 99 предвидети минималан капитал за организатора тржишта ефеката и организатора терминског тржишта и 3) предвидети да клиринг и салдирање на тржишту ефеката обавља Централни регистар (постојеће решење), док би за терминско тржиште клиринг и салдирање обављао Централни регистар или сама берза у оквиру посебне организационе јединице (одељења). У складу са тим, требало би променити и назив поглавља 11 у Клиринг и салдирање.

2) Алтернатива је да се ова питања уреде ЗРБ као *lex specialis*-ом на начин који је приказан у претходним излагањима. Предност овог решења је јер се може једноставније спровести у дело, имајући у виду да би прво решење подразумевало темељнија претресања и доградњу ЗТК-а. При томе, овај модел подразумева повећану пажњу, како се не би догодило да исти предмет трговања буде уређен на различит начин у оквиру ЗТК и ЗРБ. Стога, ради заштите правне сигурности, сматрамо да се овакав приступ може сматрати оправданим у погледу оних питања која су већ регулисана ЗТК-ом, а постоји потреба за уређењем сегмената које овај Закон није предвидео (нпр. давање могућности да се клиринг и салдирање успостави и у оквиру организатора тржишта).

У вези са тим, неопходно је уочити специфичности које би захтевале потпуно или бар битно другачији правни режим организовања трговине предметима трговања у односу на норме ЗТК које уређују дата питања за друге предмете трговања. Такође, имајући у виду да је трговање финансијским дериватима који гласе на робу већ уређено ЗТК-ом, неопходно је сагледати важеће норме и видети да ли је неопходно да се оне унапреде и у ком правцу.

У наредној развојној фази, са стабилизацијом односа на финансијском и робном тржишту, могло би се размотрити и кодификовање свих норми које уређују ову материју.

Стога се може као позитивна истаћи чињеница да је при изради одредаба ЗРБ и измена и допуна ЗТК, од самог почетка обезбеђена координација Министарства трговине и телекомуникација, као овлашћеног предлагача и Министарства финансија и привреде, као органа надлежног за област финансијског тржишта, независно од тренутка њиховог усвајања у Народној скупштини. С обзиром да ће, бар у првом периоду, кључну улогу на робној берзи имати пољопривредни производи, такође је обезбеђена и координација са Министарством пољопривреде, шумарства и водопривреде. Поред тога, при изради ових закона неопходно је имати у виду и будућа кретања. У складу са динамиком и степеном ослобађања монопола у области енергетике, јавиће се и потреба за координацијом у вези са прописивањем стандарда у тој области. Такође, усклађивањем еколошких стандарда са правним тековинама Европске уније и увођењем „тржишта“ у области дозвола за емисију штетних материја, регулаторне надлежности Министарства енергетике, развоја и заштите животне средине у потоњим областима добиће на значају.

Коначно, постоји потреба да се регулише *йосебна категорија робних инвестиционих фондова*. Робни инвестициони фонд (РИФ) је институција колективног инвестирања у оквиру које се, под управом друштва за управљање робним фондовима, прикупљају и улажу новчана средства у изведене финансијске инструменте са циљем остварења прихода и смањења ризика. При томе, у оквиру ове основне делатности РИФ нарочито тргује уговорима о терминској продаји робе, фјучерсима, своповима и опцијама. Фонд би се оснивао као затворени фонд или приватни фонд, у складу са законом којим се уређују инвестициони фондови. РИФ може слободно одабрати 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. *Члан ове врсте фонда* је физичко или правно лице на чије име су регистроване инвестиционе јединице РИФ-а. Као и код осталих фондова, Фонд мора да има друштво за управљање робним инвестиционим фондовима, који га оснива и управља њиме. Фонд се уређује правилима, које доноси друштво за управљање робним инвестиционим фондом уз претходну сагласност Комисије, као и правилником Комисије. Друштво је дужно да ангажује најмање једног портфолио менаџера на неодређено време који, поред лиценце прописане Законом о инвестиционим фондовима, мора да има додатну лиценцу коју издаје

Комисија. Ова лиценца захтева се и за директора и најмање половину чланова управе. При томе, програм полагања испита за додатну лиценцу би утврђивала Комисија.

У погледу регулације РИФ-а и друштава за управљање могућа су два решења:

- 1) измене и допуне Закона о инвестиционим фондовима којима би се уредила наведена питања и за ову категорију инвестиционих фондова, односно друштава за управљање или
- 2) уређење ове категорије ЗРБ-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 стандардизованим робама и терминским уговорима, поред ЗТК и ЗРБ, посебан значај имају: Закон о робним резервама (нарочито у циљу правилног дефинисања улоге Дирекције робних резерви као „стабилизатора“ овог тржишта, слично улози Народне банке), 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 смањили њихови трошкови 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 смислу 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.



Поред кључне улоге државних органа, значајну улогу у пружању релевантних информација о прописима који би уређивали наведену материју, који су застарели, непотребни и/или носе велике/непотребне трошкове за привреду, могу имати организатори тржишта, привредни субјекти, њихове асоцијације, представници адвокатске, рачуноводствене, брокерске и других професија које су активно укључене у аспекте робног тржишта. Истовремено, они могу пружити подршку и интересној димензији у смислу пружања политичке подршке.

Светска искуства показују да само проактивно, делотворно и задовољавајуће јавно-приватно партнерство може водити успешној регулаторној реформи. Неопходно је обезбедити транспарентност и консултације од самог почетка како би све заинтересоване стране имале прилику да разматрају прописе у области тржишта стандардизованих роба и дају аргументе у прилог или против одређених решења. Такође, неопходно је обезбедити активно учешће медија.

Коначно, неопходно је да заступници јавног интереса правилно процене да ли су дати предлози оправдани или представљају искључиво резултат настојања интересних група да заштите своје уске интересе (нпр. позицију на тржишту у односу на нове учеснике) док истовремено могу довести до угрожавања других јавних интереса. У вези са тим, по посебно „осетљивим“ питањима, организовање округлих столова којима би присуствовали представници различитих интереса, пружило би аргументе за или против одређеног решења и истовремено би повећало транспарентност целог процеса.

## V Закључак

Велика флукутација цена берзанских пољопривредних производа доводи до потребе успостављања инструмената за осигурање (будуће) цене тих производа. Иако постоји изражена потреба и могућност према ЗТК за формирање ове врсте тржишта, она још увек нису успостављена. Усвајањем измена и допуна релевантних закона, отклониле би се препреке за њихово успостављање. При томе, оне би требало да буду засноване на критичком преузимању уобичајеног начина уређења ове врсте тржишта у САД и чланицама ЕУ.

Са друге стране, повезивање Закона о робним берзама и Закона о тржишту капитала имало би позитиван ефекат на развој робног тржишта и тржишта капитала из следећих разлога:

- проширењем надлежности Комисије за хартије од вредности на издавање дозвола и контролу рада робних берзи, избегло би се оснивање новог органа за наведене послове,

- омогућавање инвестиционим друштвима основаним по ЗТК да своје делатности обављају и на робној берзи, уз, по потреби, додатну кадровску оспособљеност, повећало би ефикасност и поједноставило би рад берзанских посредника,
- дошло би до поједностављења законске процедуре из разлога што би се оснивање, контрола и рад робних берзи у највећој мери ослањали на одредбе ЗТК.

Наведени аспекти имају велики значај првенствено стога што је домаће тржиште, и роба и ефеката, малог обима. Стога је изузетно значајно да се обезбеди поштовање начела економичности, тиме што се не би оснивале нове институције, као и кроз давање могућности да инвестициона друштва, без непотребних трошкова и додатних процедура, послују на обе берзе и сл.

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

**Dobrosav MILOVANOVIĆ, PhD**

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

**Dušan PROTIC**

**Assistant Minister of the Ministry of Trade and Telecommunications of the Republic of Serbia**

**Mag. Vlado KOVAČEVIĆ**

**Advisor at The Indemnity Fund of the Republic of Serbia**

## **THE NEED TO UPGRADE THE LEGAL SYSTEM RELATED TO TRADE IN STANDARDIZED GOODS AND DERIVATIVES**

### **Summary**

*Large fluctuations in prices of agricultural products at commodity exchange leads to the need of establishing instruments to safeguard future prices of those products. To establish this type of market it is necessary to adopt amendments in the relevant laws. They should be based on the critical review of comparative regulation of this type of market, especially in the U.S. and EU members.*

*On the other side, connecting the commodity market and the capital market would have a positive effect on the development of both of them, for several reasons:*

- The extension of jurisdictions of Security Commission to the licensing and control of commodity exchanges, will avoid the creation of a new body to perform these tasks;*
- To enable investment companies established by the CMA to carry out its activities at the commodity exchange, with, if necessary, additional staff training, would improve the efficiency and simplify the work of investment companies;*
- There would be a simplification of the legal procedure on the ground that the establishment, control and operation of commodity exchanges for the most part relied on the provisions of the CMA.*

*These dimensions are significant primarily because the domestic market, both the goods and securities, is of small scale. Therefore, it is extremely important to ensure respect for the principles of economy. On one side, it means not to establish new institutions and on the other side to provide opportunities for*

*investment companies to operate on both exchanges, without undue cost and additional procedures.*

*Given that the commodity exchanges are not regulated for almost a decade and it is the favorable moment to take in this area leading position in the Western Balkans and beyond, there is a need for high-quality and coordinated regulation of this matter in accordance with the highest standards of legal certainty, efficiency and cost of trading, clearing and settlement. Also, the existing institutions in the financial and commodity markets should consider the possibility of cooperation and integration in order to increase liquidity, providing complete legal security and reduce costs.*

**Key words:** *commodity exchange, Commodity Exchange Act, Capital Market Act.*