
БАНКАРСКИ ПОСЛОВИ

Др *Тайјана* ЈОВАНИЋ, LL.M/Finance
ванредни професор Правног факултета Универзитета у Београду

Бранко ПЕТРОВИЋ, MBA
Директор Сектора средстава, *Alpha Bank Serbia*
Председник Одбора за развој финансијских тржишта,
Удружење банака Србије

СРПСКИ ОКВИРНИ УГОВОР О РЕОТКУПУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ (РЕПО)

Резиме

Предмет овој рада је *типи*ски уговор о реоткупу хартија од вредности који би *тре*бало да омогући *сирово*ђење репо *послова*, а *т*име и *позитивно* утиче на *побо*љшање ликвидности и развој *тржиш*та хартија од вредности. Иако је Оквирни уговор донећ *п*од окриљем Удружења банака Србије у *дру*гој *п*оловини 2014. *п*одине, до сада није обављена ни *ти* једна репо *т*рансакција, ван оних у којима је НБС једна од *у*говорних *с*ирана, а које *п*редс*т*ављају *г*лавне *о*перације у *с*ировођењу *м*онетарне *п*оли*т*ике. У раду ће се *у*крајко *о*брадити *е*кономска *с*уш*т*ина и *п*равна *п*рирода овој *и*нструмент*а* као *с*пецифичној *ф*инансијској *у*говора и *о*сновни *е*лементи *О*квирној *р*епо *у*говора. *П*осебно ће бити *у*казано на *п*ос*т*ојеће *н*едоумице о *и*звршивости *у*говора и *п*ре*п*ман *п*ребијања (*и*зв. *close-out* *н*е*п*ирања).

Кључне речи: *р*епо, *х*артије од *в*редности, *п*родаја са *п*равом *о*ткуп*а*, *с*тандардизација, *н*е*п*ирање.

I Увод

Саморегулација на финансијском тржишту има дугу историју и значајну улогу. Саморегулаторне организације боље познају од законодавца околности на тржишту, брже реагују на промене и финансијске иновације. Иако су дерегулација финансијског тржишта и саморегулација ванберзанског тржишта пресудно утицалале на појаву системског ризика, то не значи да би саморегулацију као облик регулисања ризика требало заобићи, јер она може играти важну улогу у његовој контроли. Регулаторна тела могу забранити обављање одређених послова, уколико сами учесници на тржишту нису способни да уреде међусобне уговорне односе и осмисле адекватне механизме за управљање ризиком, па се стандардизација пословања појављује као пожељан вид решавања проблема комплексних финансијских производа.¹

Нови стандарди пословања и кодификације постојећих пракси настајали су постепено, као резултат преговора тимова професионалаца у одређеним областима, при међународним организацијама и струковним удружењима.² Хармонизација пракси на међународном нивоу усмерена је ка спречавању тзв. регулаторне конкуренције и стварању међународно прихваћених стандарда на локалним тржиштима. Један од примера подстицања правне сигурности и ефикасности не само у међународним финансијским трансакцијама, већ и на локалном нивоу, је стандардизовање репо посла под окриљем струковних удружења.

Одбор за развој финансијских тржишта Удружења банака Србије (УБС), је препознао значај који развијено репо тржиште има за даљи развој финансијског тржишта, због чега је 2012. године формирао Радну групу за израду стандардизованих уговора. Основни циљ радне групе је био да омогући све предуслове за закључивање прве међубанкарске репо трансакције у Србији, а то су: израда домаћег оквирног репо уговора; развој апликације Централног регистра која ће омогућити клиринг и салдирање свих трансакција дефинисаних оквирним репо уговором; указивање на потребу прилагођавања законске регулативе захтевима развијеног финансијског тржишта, у смислу да законски оквир препо-

1 Saule T. Omarova, „Rethinking the Future of Self-Regulation in the Financial Industry“, *Brooklyn Journal of International Law*, бр. 35/3, 2010, стр. 665–706, Iman Anabtawi, Steven L. Schwarcz, „Regulating Systemic Risk: Towards an Analytical Framework“, *Notre Dame Law Review*, бр. 86/4, 2011, стр. 1349–1412; Steven L. Schwarcz, „Regulating Complexity in Financial Markets“, *Washington University Law Review*, бр. 87/2, 2010, стр. 211–268.

2 George A. Walker, „International Standards and Standards Implementation“, у: Mads Andenas, Yannis Avgerinos, *Financial Markets in Europe: Towards a Single Regulator?*, Kluwer, 2003, стр. 283–322, Sean M. Flanagan, „The Rise of a Trade Association: Group Interactions within the International Swaps and Derivatives Association“, *Harvard Negotiation Law Review*, бр. 6/21, 2001, стр. 211–264.

знаје репо посао са свим његовим карактеристикама. Одбор УБС је усвојио Оквирни репо уговор (даље: Оквирни уговор или Уговор) на својој седници одржаној 3. октобра 2014. године,³ пошто је претходно прибављено мишљење Народне банке Србије (НБС). На истој седници донета је одлука да се свим банкама препоручи примена Оквирног уговора од 1. децембра 2014. године. Међутим, до сада није закључена нити једна међубанкарска репо трансакција, примарно због дилеме у погледу третмана пребијања недоспелих потраживања из терминских послова.

II Репо послови

1. Појам репо посла и његови ризици

Репо посао представља заједнички назив за класичан репо (*sale and repurchase agreement*), продају са правом откупа (*sell – buy back* трансакција) и за позајмљивање хартија од вредности, уз наплату трошкова позајмљивања (*securities lending*).⁴ Репо је финансијска трансакција у којој једна уговорна страна (репо продавац) на датум трансакције продаје хартије од вредности другој уговорној страни (репо купцу), а за које је купац сагласан да плати продавцу куповну цену; истовремено, купац се обавезује да ће на уговорени будући датум (датум реоткупа) или на захтев продавца, продати продавцу еквивалентне хартије од вредности,⁵ а продавац се обавезује да ће на датум реоткупа вратити купцу примљена новчана средства, увећана за камату, обрачунату приликом уговорене репо стопе за број дана трајања репо трансакције.⁶

Репо посао се, дакле, састоји од две основне трансакције, а одвија се као низ тих трансакција. Прва је продаја хартија од вредности, а обрнути или реверсни репо (*reverse repo*) куповина хартија од вредности.

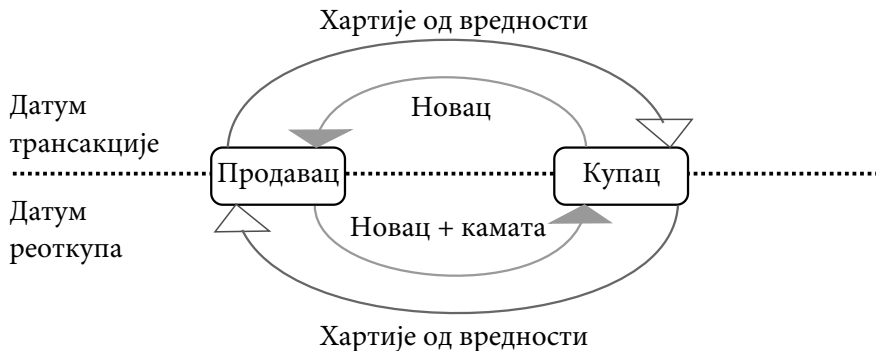
3 Оквирни уговор може се преузети на интернет презентацији Удружења банака Србије: <http://www.ubs-asb.com/Default.aspx?tabid=324>.

4 Bob Steiner, *Mastering Repos Markets, A Step-by-step Guide to the Products, Applications and Risks*, Financial Times Prentice Hall, London, 1996, стр. 69–116; Moorad Choudhri, *The Repo Handbook*, 2nd ed., Securities Institute Global Capital Markets, Butterworth Heinemann, стр. 115–145; Paul C. Harding, Christian A. Johnson, *A Practical Guide to Using Repo Master Agreements*, Euromoney Books, London, 2004, стр. 2–12.

5 Еквивалентне хартије од вредности су: а) оне које су биле предмет продаје, односно „купљене хартије од вредности“ како се називају у Оквирном уговору; б) хартије издате од истог издаваоца, исте врсте и тржишне вредности, које имаоцу дају иста права као и оне које је купац купио; и в) друге хартије од вредности које су уговорне стране утврдиле као такве у Закључници. Оквирни уговор, чл. 4(6).

6 Слично и Оквирни уговор, чл. 1(2); Одлука НБС о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту (*Службени гласник РС*, бр. 45/2011, 34/2013), тач. 3(2).

Тако би учесник на финансијском тржишту који отпочиње трансакцију продајом радио „репо“, а купац хартија од вредности обављао трансакцију „обрнути репо“.



Иако хартије од вредности прелазе у власништво купца, који постаје њихов формални власник, продавац остаје економски власник хартија, јер због преузете обавезе реоткупа хартија продавац сноси ризик промене њихове цене. Због тога, продавац има право и на сву добит коју хартије носе. Наиме, издавалац хартије ће у току животног века репо трансакције исплатити купон или дивиденду купцу, који је у том тренутку правни власник хартије. Купац је у том случају обавезан да истог тренутка пренесе продавцу износ који је примио (*manufactured dividend*).⁷

Иако репо послови начелно представљају мање ризичне послове, нарочито када за предмет имају квалитетне хартије од вредности, ови послови носе са собом одређене ризике.⁸ Основни ризици су: кредитни, тржишни, оперативни, правни и ризик ликвидности. *Кредитни ризик* се јавља у ситуацији када купац или продавац нису у могућности да испуне неку од својих уговорних обавеза у репо трансакцији (*counterparty risk*). Основна сврха хартије од вредности у репо трансакцији је да заштите купца у случају стечаја продавца или неиспуњења обавеза из другог разлога, јер ће у том случају купац моћи да прода хартије од вредности на тржишту и на тај начин намири своје новчано потраживање. У том случају купац може бити изложен *ризиком ликвидности* приликом продаје хартија од вредности, када ће, због системских поремећаја на

7 Исплата главнице се не сматра исплатом прихода од хартије од вредности у смислу одредби српског Оквирног уговора, чл. 4(21). На овај начин се постиже то да ни једна страна током рока доспелости рочног посла не може да се правно неосновано обогати. У смислу: Небојша Јовановић, *Берзанско право*, 2009, Београд, стр. 361.

8 Moorad Choudhri, *нав. дело*, стр. 147–149, 291–304; Bob Steiner, *нав. дело*.

тржишту или неочекиваног пада кредитног рејтинга издаваоца хартија, то урадити по неповољнијим условима. Купац због тога мора бити сигуран да тржишна вредност хартија у најмању руку одговара вредности његовог новчаног потраживања од продавца. Како би се на самом почетку трансакције обезбедио од дневних осцилација цене хартије, пракса је да купац од продавца захтева већу вредност обезбеђења у односу на своје новчано потраживање. Процент одступања вредности обезбеђења у односу на новчана средства у репо трансакцији се назива иницијална маргина (*initial margin* или *haircut*). Процент иницијалне маргине зависи од и обрнуто је пропорционалан кредитном рејтингу издаваоца хартије од вредности (бољи кредитни рејтинг издаваоца – мања иницијална маргина, и обрнуто).

У пракси се може десити да, услед флукуације цене хартије, иницијална маргина није довољно велика да покрије потраживање купца од продавца. Како би се константно одржавао баланс између тржишне вредности хартија и новчаног потраживања купца, користи се варијабилна маргина (*variation margin*). Уколико трансакцијска изложеност једне уговорне стране према другој превазиђе проценат дефинисан варијабилном маргином, страна која има трансакцијску изложеност може упутити другој страни позив за одржање маргине (*margin call*). Ово се у основи своди на право једне уговорне стране да од друге тражи усклађивање вредности међусобних потраживања, до чега долази услед промене тржишне вредности хартије или промена паритета курсева у случају различите валуте хартија и новчаног потраживања, који представљају основне облике *тржишног ризика*.

Оперативни ризик, чији је саставни део правни ризик, представља остварење било којег облика спољашњих или унутрашњих фактора која би једну страну спречила у обављању редовних послова. Један од најчешћих оперативних ризика су проблеми у испуњењу обавеза, највише поравнању. *Правни ризик* се примарно огледа у неодговарајућим уговорним одредбама, због чега се и приступа изради стандардизованих докумената, као и ризику правне квалификације овог посла.

2. Осврт на правну природу репо послова

Суштина трансакције, која опредељује правну природу репо посла, је у продаји хартија од вредности, а не у зајму обезбеђеном хартијама од вредности.⁹ Уговорима о реоткупу хартија од вредности не омогућава се стицање заложног права, што је пракса уговора о давању у закуп хартија од вредности, упркос чињеници да је економска суштина ових хартија

9 Moorad Choudhri, *нав. дело*, стр. 340–342.

обезбеђење потраживања. Економска суштина овог посла, кредитирање са већим степеном обезбеђења уз продају у односу на позајмљивање, је представљала правни ризик у обављању репо трансакција, обзиром да се овај посао могао сматрати симулованим послом (тзв. ризик рекарактеризације).¹⁰

У почетку су у погледу правне природе овог банкарског посла постојале недоумице: да ли је реч о купопродаји са обавезом реоткупа, уговору о кредиту који је обезбеђен хартијама од вредности (што је био доминантан став у континенталној Европи до периода појаве националних типских уговора) или *sui generis* уговору, односно врсти уговора о финансијском обезбеђењу? Све више је прихваћено становиште да се ради о *sui generis* уговору који је настао у пословној пракси и у себи има елементе уговора о купопродаји и уговора о кредиту, те је кроз националне мастер или оквирне уговоре постао именовани финансијски уговор, али чија је економска функција финансијско обезбеђење потраживања хартијама од вредности (*secured interest*), али правно посматрано долази до преноса власништва.¹¹ Уговорена обавеза реоткупа, изричита одредба типских уговора да се не ради о обезбеђењу потраживања и уговарање заштите за остварење раскидних услова су основни елементи одређења уговора о реоткупу хартија од вредности.¹²

Иако Преднацрт грађанског законика Републике Србије у глави XVIII, Одељак 2 (чл. 590–598) као један од случајева продаје са нарочитим погодбама уводи „продају са правом откупа“,¹³ ове одредбе не одговарају функцији репо послова. Наш Закон о облигационим односима познаје уговор о кредиту на основу залог хартија од вредности, као уговор којим банка одобрава кредит уз обезбеђење залогом хартија од вредности које припадају кориснику кредита или трећем лицу које на то пристане,¹⁴ али овде не долази до преноса власништва.

10 Moorad Choudhri, *нав. дело*, стр. 291–294, 301; Paul C. Harding, Christian A. Johnson, *нав. дело*, стр. 20–22; Joanna Benjamin, „Conflicts of Law and Interests in Securities“, у: Kathleen Tyson-Quah, *Cross-Border Securities Repo, Lending and Collateralisation*, FT Law and Tax, 1997, стр. 26.

11 Philip R. Wood, *Title Finance, Derivatives, Securitizations, Set-off and Netting*, London, Sweet and Maxwell, 1995, стр. 3–6.

12 Roy Goode, *Legal Problems of Credit and Security*, London, Sweet & Maxwell, 2003, стр. 27–28 и 220.

13 Преднацрт грађанског законика, друга књига: Облигациони односи, Београд, 2009, стр. 193–195.

14 *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93 и *Службени лист СЦГ*, бр. 1/2003 – Уст. пов., чл. 1069–1071.

3. Мотиви за спровођење репо послова

Репо представља један од најзначајнијих инструмената на финансијским тржиштима, који омогућава развој банкарског пословања, управљање ликвидношћу и представља један од најважнијих инструмената за спровођење монетарне политике. Пошто је примарна сврха обезбеђење ликвидности, репо послови су доминантно инструменти тржишта новца, односно закључују се на рок до годину дана, док половина репо трансакција закључених у свету представља тзв. преконоћне репо трансакције (*overnight repo*). Захваљујући структури репо посла, два су основна мотива за његово закључивање:¹⁵

а) *Пошреба за њозајмљивањем новчаних средстава (cash-driven repo)* – ово представља најчешћи тип репо трансакција. Репо у овој ситуацији представља инструмент тржишта новца који, у односу на међубанкарски депозит, продавцу омогућава прибављање новчаних средстава по нижој каматној стопи, а купцу смањује кредитни ризик и ризик ликвидности трансакције због високог степена обезбеђења. Код овог облика репо трансакција купцу није толико битно које тачно хартије од вредности купује у трансакцији, све док задовољавају критеријуме дефинисане оквирним репо уговором (*General Collateral*).

б) *Пошреба за њривременим њозајмљивањем њачно одређених хартија од вредности (security-driven repo)* – у ситуацији када инвеститор очекује пад цене одређене хартије од вредности коју тренутно нема у свом портфолију, ту хартију може позајмити у репо трансакцији, затим је продати на тржишту, очекујући да на датум реоткупа исту купи на тржишту по нижој цени, како би је вратио продавцу у репо трансакцији. У овој ситуацији, када купац захтева тачно одређену хартију од вредности, он мора бити спреман да позајми новчана средства по нижој каматној стопи у поређењу са еквивалентном *cash-driven* репо трансакцијом.

У већини земаља централне банке користе репо трансакције као ефикасан инструмент монетарне политике (у оквиру тзв. *buy-back* операција), којим управљају ликвидношћу и контролишу количину новца у оптицају. Централна банка репо трансакцијама такође контролише краткорочне каматне стопе на тржишту новца, па репо стопе представљају облик комуникације централне банке са финансијским тржиштем, чијом променом она свим тржишним учесницима сигнализира промену у спровођењу монетарне политике. НБС од 2005. године, на основу

15 Маријана Јелић, „Уговор о реоткупу (репо посао),“ *Финанцијска теорија и ѡпракса*, бр. 24/2000, стр. 603–635.

донетих прописа¹⁶ и појединачних одлука о организовању репо аукција, обавља репо трансакције са пословним банкама, с тим што је сада главна операција реверзна репо трансакција. У спровођењу главних операција примењује се референтна каматна стопа НБС, која представља главни монетарни инструмент.¹⁷

III Стандардизација уговора о реоткупу хартија од вредности

1. Стандардизација у упоредној пракси

Поред основног разлога настанка стандаризованих уговора којима се умањује ризик квалификације уговора о реоткупу као симулованог посла кредитирања, односно зајма обезбеђеног хартијама од вредности, и решавања проблема кредитног ризика уговорних страна, оквирни репо уговор као типски уговор поједностављује све трансакције између две уговорне стране. Постојање оквирног репо уговора је основни предуслов за признавање смањеног кредитног ризика у репо трансакцијама приликом обрачуна регулаторних захтева, јер се обрачун потребног капитала за покриће тржишног ризика укључује у књигу трговања, у складу са захтевима Базелског споразума.¹⁸ Постојање оквирног репо уговора, поред повећања правне сигурности уговорних страна, повећава и оперативну ефикасност репо трансакције, јер се потписује само једном и односи се на сваку нову појединачну репо трансакцију. Имајући у виду да су све репо трансакције између две уговорне стране обухваћене једним оквирним репо уговором, јер је репо посао заправо скуп трансакција, олакшано је нетирање ових трансакција.¹⁹

Поред смањивања правног ризика због лоших уговора или непотпуне документације и повећања оперативне ефикасности појединачних тржишта, стандардизација уговора о реоткупу хартија од вредности

16 Поменута Одлука о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту. НБС је донела и посебно Упутство за спровођење аукцијске куповине/ продаје хартија од вредности, *Службени гласник РС*, бр. 46/2011, 41/2013.

17 Одлуком о измени Одлуке о утврђивању референтне каматне стопе НБС од 9. априла 2015. (*ИО НБС*, бр. 24) сада износи 7,00%.

18 Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*, 2006, Annex 4 par. 96 (iii); Basle Committee on Banking Supervision, *Revised III leverage ratio framework and disclosure requirements*, June 2013.

19 У том смислу Оквирни уговор обухвата и тзв. „стандардизовани споразум о нетирању“. Одлука о адекватности капитала банке, *Службени гласник РС*, бр. 46/2011, 6/2013 и 51/2014, тач. 2(42).

омогућава лакше обављање прекограничних трансакција.²⁰ Најзначајнији стандардизовани уговори којим су регулисани права и обавезе купца и продавца у репо послу су: *Global Master Repo Agreement* (GMRA) објављен од стране *International Capital Market Association* (ICMA); *TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement* иза кога стоје *Public Securities Association* (сада: *The Bond Market*) и *International Securities Market Association*; *European Master Agreement* (ЕМА) објављен од стране *European Banking Federation*, који је највише инспирисао израду српског Оквирног уговора. Оквирни репо уговори се редовно усклађују са променом тржишне праксе и тржишних услова, како би у сваком тренутку могли да задовоље потребе тржишта. Тако је GMRA први пут објављен 1992. године, након чега је усклађиван 1995, 2000. и 2011. године.

Пре него што се приступи потписивању оквирног репо уговора, уговорне стране морају бити сигурне да локална законска регулатива дефинише и препознаје сва права дефинисана тим уговором. У супротном, правни ризик репо трансакције може у потпуности анулирати све предности које репо посао има у односу на обичну необезбеђену новчану трансакцију. Због тога се сачињавају национални оквирни репо уговори или се додају анекси на поменуте оквирне уговоре формулисане од стране међународних финансијских асоцијација, којима се уважавају поједине специфичности правног оквира дате земље (нпр. канадски анекс, руски анекс GMRA из 2011). С тим у вези, веома су важна правна мишљења која дају адвокатске канцеларије, у којима се посебно анализира извршност споразума о нетирању и порески третман трансакције. Због значаја правног ризика у прекограничним трансакцијама, ICMA сваке године објављује правна мишљења за око шездесет јурисдикција.²¹

2. Оквирни уговор о реоткупу хартија од вредности израђен под окриљем УБС

а) Дејство оквирног уговора о реоткупу хартија од вредности

Српски Оквирни уговор се не ограничава само на финансијске институције, већ оставља могућност да субјекти репо трансакције буду и субјекти ван финансијског сектора. То значи да ово није само банкарски посао, већ термински финансијски уговор, који између осталог обезбеђује могућност пребијања обавеза.²²

20 Paul C. Harding, Christian A. Johnson, *нав. дело*, стр. 31; David Clare Nelson, „Customising Repo Documentation“, у: Kathleen Tyson-Quah, *нав. дело*, стр. 80–94.

21 Поменута правна мишљења доступна су само члановима на интернет порталу: <https://www.icmagroup.org>.

22 Звонимир Слакопер, Јосиф Штајфер, „Темељна обиљежја терминских уговора и послова“, *Зборник Правног факултета у Загребу*, бр. 25/1, 2007, стр. 61–95.

Оквирни уговор стране закључују само једном и не обавезује их да обављају трансакције, већ о томе одлучују зависно од својих потреба. Свака појединачна трансакција подразумева закључивање Закључнице, која је дата као саставни део модела Оквирног споразума. У случају противречности између одредби Оквирног уговора и посебних услова за појединачну трансакцију утврђених Закључницом, примењиваће се посебни услови из Закључнице. Значај Закључнице огледа се и у томе што се претпоставља да су стране сагласне да неизвршење обавезе једне уговорне стране, по било којој трансакцији из било које закључнице, представља неизвршење односно повреду Оквирног уговора, ако другачије није уговорено.²³ Као битан састојак посла, ова исправа служи и као форма посла и као доказ његовог постојања и садржине.²⁴

На предлог купца или продавца, елементи у Закључници могу бити усаглашени електронски, у писаној форми или усмено (телефоном). Појединачни уговор сматра се закљученим када продавац прими од купца примерак закључнице који садржи потпис обе уговорне стране.

У погледу извршења обавеза постоји разлика између трансакције до опозива и трансакције са фиксним роком. У првом случају тачан датум реоткупа се не утврђује приликом закључења трансакције, већ накнадно, у обавештењу које једна уговорна страна у писаном облику шаље другој.²⁵ Ако се ово обавештење не пошаље, сматраће се да датум реоткупа наступа годину дана након датума куповине. У случају трансакције са фиксним роком, приликом закључења трансакције утврђује се тачан датум реоткупа.

б) Управљање изложеношћу и приходи из хартија од вредности

Пре него што укажемо на режим управљања изложеношћу, било би корисно одредити појам трансакцијске изложености. То је разлика између износа: а) куповне цене увећане за износ обрачунате а неисплаћене камате, увећан за износ маргине у новцу које је купац исплатио продавцу, као и за износ тржишне вредности маргине у еквивалентним хартијама од вредности које је купац пренео продавцу и б) тржишне вредности еквивалентних хартија од вредности у тренутку обрачуна, умањене за износ тзв. *haircut*-а (процент умањења тржишне вредности ради утврђивања куповне цене), увећано за износ маргине у

23 Оквирни уговор, чл. 3.

24 О правој природи закључнице: Н. Јовановић, *нав. дело*, стр. 274–275.

25 Једна уговорна страна мора писаним путем обавестити другу уговорну страну о датуму реоткупа најмање два радна дана пре датума реоткупа. Оквирни уговор, чл. 8(3)(б).

новцу које је продавац исплатио купцу, као и за износ тржишне вредности маргине у еквивалентним хартијама од вредности које је продавац пренео купцу. У оба случаја на износ маргине се обрачунава камата по стопи утврђеној у Закључници почев од датума пријема маргине до (али искључујући) датума када се врши повраћај маргине. Ако се каматна стопа и временски интервали камате не утврде, каматна стопа ће бити једнака репо стопи за појединачни посао, а камата ће се плаћати на дан када се од примаоца маргине захтева да исту врати.²⁶

Нето изложеност се обрачунава за сваки датум вредновања одређен у Закључници, а у случају да такав датум није одређен, обрачун се врши сваког радног дана до 11 часова, применом тржишних параметара из закључнице.²⁷ Ова вредност нето изложености се обрачунава због преноса маргине у новцу или у еквивалентним хартијама од вредности између уговорних страна ради надокнаде трансакцијске изложености, применом коефицијента активације преноса маргине (*margin call-a*). Ако коефицијент није утврђен на прописани начин у Закључници, за сваку појединачну трансакцију пренос се врши сваки пут када се утврди нето изложеност у складу са Уговором. Пошто се испуне услови за пренос маргине, њен прималац обавештава даваоца маргине, захтевајући пренос маргине која ће бити најмање једнака нето изложености, на начин прописан у члану 9 Оквирног уговора.

Након пријема овог обавештења, давалац маргине има обавезу да изврши пренос маргине у износу који је најмање једнак утврђеној нето изложености у року утврђеном у Закључници, а ако то није утврђено у истој, сходно правилима предвиђеним у чл. 10 ст. (1) Оквирног уговора. Примљена маргина представља новчану обавезу примаоца маргине према даваоцу маргине.²⁸ На дан доспећа трансакције, било која пренета односно плаћена маргина која није враћена, мора бити враћена уговорној страни која је исту пренела односно платила, увећана за припадајућу камату, која се обрачунава применом репо стопе на куповну цену, применом простог интересног рачуна.

Члан 11 Оквирног уговора детаљно регулише односе између купца и продавца у погледу прихода из хартија од вредности. Уговор садржи посебна правила о преносу слободно преносивих права уписа, као и преносивих акција добијених у виду бонуса и сличних права.²⁹

26 Оквирни уговор, чл. 10. ст. (6) и (7).

27 Напомена, појам радног дана и конвенције у радном дану дефинисан је у оквиру значења појмова, чл. 4 ст. (22), (23) и (24) Оквирног уговора.

28 Оквирни уговор, чл. 10 ст. (5).

29 Оквирни уговор, чл. 10 ст. (7) и (8).

в) Плаћање и пренос хартија од вредности

Пренос хартија од вредности и плаћање куповне и реоткупне цене, уз обезбеђење потребне документације за пренос хартија од вредности, врши се на датум, у месту и на рачун предвиђен у Закључници. Уколико не постоје законска ограничења, сва новчана плаћања која се врше на основу Оквирног уговора и Закључнице се врше у нето износу, без одбитка пореза, такси или других давања.³⁰

Значај Уговора је и у томе што обезбеђује механизам пребијања доспелих новчаних обавеза и узајамних обавеза преноса хартија од вредности.³¹ Наиме, ако у току трајања Уговора између уговорних страна на исти датум доспевају две или више узајамних новчаних обавеза у истој валути, на дан доспећа ове новчане обавезе се међусобно пребијају, тако да једина преостала обавеза остане нето износ који ће једна уговорна страна бити дужна да исплати другој. Узајамне обавезе испоруке односно преноса хартија од вредности истог издаваоца, врсте, деноминације, валуте и серије, обрачунавају се на дан доспећа пребијањем, па би као једина преостала обавеза настала обавеза испоруке разлике нето количине хартија од вредности коју би једна страна била дужна да пренесе другој уговорној страни.

г) Право замене (субституције) и посебне гаранције

Уговор предвиђа и право замене (супституције) хартија од вредности које су предмет трансакције. О свом трошку и уз сагласност купца, продавац може заменити било које еквивалентне хартије од вредности новим хартијама од вредности, које у моменту када је дата сагласност за замену имају тржишну вредност најмање једнаку тржишној вредности еквивалентних хартија које су предмет замене. Ове нове хартије од вредности сматраће се еквивалентним хартијама од вредности моментом преноса, али је изричито предвиђено да „замена нема дејство новације на правне односе из Трансакције који остају на снази“.³² Као посебна гаранција истиче се одредба да при преносу хартија од вредности једна страна гарантује другој страни да предметне хартије нису оптерећене заложним и/или било којим другим правима односно теретима у корист трећих лица, те да се у вези са истима не води никакав судски или други поступак који би утицао на права друге уговорне стране у вези са предметним хартијама.³³

30 Оквирни уговор, чл. 12.

31 Оквирни уговор, чл. 13.

32 Оквирни уговор, чл. 16(4).

33 Оквирни уговор, чл. 17(2).

g) Намирење и оӣраживања и иоравнање

Свака трансакција у репо пословима између уговорних страна у случају повреде уговорних одредби подразумева наступање дана реоткупа, односно доспелост свих међусобних потраживања и обавеза, осим ако је другачије уговорено Закључницом. На дан доспећа, који у том случају представља нови датум реоткупа, уговорна страна која није прекршила уговорне одредбе обрачунава изложеност према другој страни и о томе је писменим путем обавештава. Уговорна страна која је прекршила уговорне одредбе има обавезу да надокнади све трошкове настале због повреде уговора, заједно са затезним каматама, док јој друга уговорна страна мора без одлагања вратити евентуални вишак средстава настао затварањем свог потраживања по основу Уговора. Међутим, Уговором је изричито предвиђено да уговорне стране немају право на измаклу добит која би настала повредом уговорних одредби од стране друге уговорне стране.³⁴

Једна од најзначајнијих одредби Уговора је дефинисање разлога за раскид уговора, односно чињења, нечињења или пропуштања којим се крше уговорне одредбе.³⁵ Члан 18 Уговора наводи „повреде уговора“ међу којима се истичу следеће: неплаћање куповне цене од стране купца или реоткупне цене од стране продавца; пропуштање да се испоруче купљене хартије од вредности на датум куповине, односно испоруке еквивалентних хартија од вредности на датум реоткупа; кршење одредби Уговора о преносу маргине и прихода из хартија од вредности, као и давање нетачних односно неистинитих гаранција о одсуству права или терета у корист трећих лица.

Повредом Уговора се, даље, сматра доношење одлуке надлежног органа купца или продавца о добровољном престанку рада, увођење принудне управе или одузимање дозволе за рад у складу са прописима о пословању банака. Повреду Уговора представљаће и ситуација када се у случају трајне или претеће неспособности плаћања купца или продавца створе услови за примену Закона о стечају, у случају подношења предлога за отварање стечајног поступка једној од страна или ако једна од страна изјави да није у могућности или да не намерава да испуни било коју од својих обавеза преузетих на основу Уговора и/или било које закључнице. Такође, сматраће се да постоји повреда Уговора уколи-

34 Оквирни уговор, чл. 19(9).

35 Ова уговорна одредба је основ за тзв. ликвидационо нетирање, нетирање „затварањем“ уговора (енгл. *close-out netting*, нем. *Glattstellung nach Vertragsbeendigung*, франц. *la compensation avec déchéance du terme*) којом се отвара могућност пребијања недоспелих потраживања и подразумева три операције: раскид уговора, обрачун вредности међусобних обавеза и испуњење пребијањем. Више: Татјана Јованић, „Правна природа споразума о нетирању и предуслови његове извршивости“, *Банкарство*, бр. 3–4, 2008, стр. 43.

ко било која од страна прекрши било коју другу обавезу из уговора и не испуни је у накнадном року од пет радних дана, након пријема писаног захтева друге уговорне стране за накнадним испуњењем те обавезе.

У сваком наведеном случају, уговорна страна која није прекршила уговорне одредбе или је захтевала испуњење обавезе мора другој страни доставити Обавештење о повреди, осим у случају неспособности плаћања, отварања стечајног поступка или ако једна страна другој писаним путем изјави да није у могућности или не намерава да испуни неку обавезу – што би представљао основ за аутоматско пребијање које познаје важећи Закон о стечају. У обавештењу о повреди наводи се разлог, износ нето изложености и начин утврђивања тржишне вредности хартија од вредности које су купљене или продате ради намирења потраживања, обавештава о котацијама у случају куповине или продаје хартија од вредности на релевантном тржишту и даје објашњење која је котирана цена изабрана, кориговано за трошкове трансакције.³⁶ Алтернативно, страна која није прекршила уговорне одредбе изјављује да је у доброј вери безуспешно покушала да прода или купи хартије од вредности и/или прибави котације или да је проценила и одлучила да не би било разумно прибавити или користити било које котације, и да је утврдила нето вредност одговарајућих еквивалентних хартија или маргине узимајући у обзир цене хартија од вредности сличних доспећа, услова и кредитних карактеристика, те да узима такву нето вредност као тржишну вредност у случају повреде уговора.³⁷

Изузетно од одредбе члана 18 Уговора којим се дефинишу случајеви повреде уговора, у ситуацији када продавац купцу не испоручи купљене хартије од вредности на уговорени дан куповине, купац који је платио куповну цену може захтевати повраћај плаћеног износа без одлагања. Односно, ако купац не плати продавцу куповну цену на уговорени дан куповине, продавац који је испоручио купљене хартије од вредности може захтевати повраћај тих хартија без одлагања. Уколико до повраћаја плаћеног износа односно хартија не дође без одлагања, сматраће се да је дошло до повреде уговора.³⁸

IV Уместо закључка: да ли је правни оквир репо послова адекватан?

Захваљујући високом степену финансијског обезбеђења, развој локалног репо тржишта ће дати импулс побољшању ликвидности међу-

36 Оквирни уговор, чл. 19(4)(А и Б).

37 Оквирни уговор, чл. 19(4)(Ц).

38 Оквирни уговор, чл. 19(7 и 8).

банкарског тржишта, како са аспекта обима, тако и са аспекта рокова доспећа. Такође ће позитивно утицати на повећање ликвидности секундарног тржишта дужничких хартија од вредности издатих од стране Републике Србије. Све ово ће довести до формирања транспарентне динарске криве приноса, која представља неопходан предуслов за не-сметано функционисање и развој сложенијих финансијских инструмената. Међутим, иако је Оквирни уговор израђен и објављен на интернет страници УБС, до сада није закључена нити једна репо трансакција између две финансијске институције, те се у пракси спроводе само репо операције НБС, кроз Оквири репо уговор,³⁹ који не треба изједначавати са Оквирним уговором који је предмет овог рада, због специфичности односа централне банке са пословним банкама, потребе већег обезбеђења потраживања НБС и спровођења аукцијским методом.

Одлука о адекватности капитала банке препознаје репо трансакције и предвиђа одговарајући реулаторни режим. У складу са тачком 74(2) Одлуке, хартије од вредности примљене по основу репо и *reverse* репо трансакција сматрају се подобним инструментима кредитне заштите.⁴⁰ За признавање третмана репо уговора морају бити испуњени следећи услови: банка, односно друга уговорна страна преносе право власништва над предметом уговора, а исти се може пренети само једној уговорној страни.⁴¹ Сходно тачки 324 Одлуке, позиције које произилазе из трансакција по основу репо и *reverse* репо трансакција банка може укључити у књигу трговања ради израчунавања капиталног захтева за тржишни ризик ако су испуњени услови из тачке 322 Одлуке, међу којима основни услов преставља намера трговања хартијама или заштита од ризика. Уколико се позиције распоређују у банкарску књигу, као ванбилансне ставке по којима може доћи до плаћања, предмет класификације било би и плаћање по основу преноса маргине, али се то не односи и на хартије од вредности примљене као обезбеђење које се воде у ванбилансној евиденцији по основу којих не може доћи до плаћања.⁴²

39 Доступно на адреси: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/mon/ooot_okvirni_repo_ugovor.pdf.

40 Сходно тач. 285(4) Одлуке, банка може, ради израчунавања капиталног захтева за ризик друге уговорне стране по основу ових трансакција као подобна средства обезбеђења користити сва материјална средства обезбеђења која испуњавају опште услове прописане тачком 86 Одлуке да би била призната за ублажавање кредитног ризика, као и услове прописане тач. 88 Одлуке.

41 Одлука о адекватности капитала, чл. 2(69).

42 Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки банке (*Службени гласник РС*, бр. 94/2011, 57/2012, 123/2012, 43/2013, 113/2013 и 135/2014), чл. 3(1)(8), 3(2) и 4(1).

Иако чл. 13 Оквирног уговора може да се третира као стандардизовани споразум о нетирању у смислу Одлуке о адекватности капитала, у погледу испуњења пребијањем (компензацијом) у репо уговорима, као рочним пословима, постоје одређене дилеме које се односе на тумачење правног ризика, нарочито у вези са третманом пребијања потраживања/обавеза по основу репо уговора у стечајном поступку. Наиме, Оквирни уговор подразумева аутоматско пребијање, па се поставља питање да ли је потребна сагласност стечајног управника или репо посао има посебан третман и ограничава право избора стечајног управника предвиђено чл. 94 Закона о стечају. Примена овог члана Закона о стечају обесмислила би саму суштину постојања репо посла као посебног уговора, који иако има функцију инструмента кредитне заштите, представља посебни термински посао. Наиме, један од најважнијих разлога за закључење Оквирног уговора је доспевање потраживања/обавеза, наступањем неке од таксативно набројаних околности за које се сматра да представљају повреду уговора. Наступањем било које повреде уговора (а то је и предлог за отварање стечајног поступка) доспевају међусобна потраживања и обавезе по основу свих трансакција (осим ако је другачије уговорено Закључницом) и код сваке трансакције наступа датум реоткупа.⁴³

Правни режим установљен чл. 82 ст. 3 Закона о стечају је изузетак од начела равномерном намирања поверилаца, па представља посебну привилегију, у складу са општепривађеном праксом на међународном нивоу.⁴⁴ Ова привилегија се у Србији не даје само банкама, већ свим субјектима који учествују у репо трансакцијама као купац или продавац, што значи да Закон уводи изузетак *ratione materiae*, а не *ratione personae*. Наиме, овај изузетак се односи на финансијске уговоре закључене између истих страна на основу оквирног уговора „*који њредвиђа обавезу једне или обе уговорне стране на вршење некој њлањања или исјоруку одређене робе, који за њредмет њ има њтрансакцију са финансијским деривативима њоу њ својова, оѡција, фјучерса, форварда и друѡих неименованих дериватива, реѡ њтрансакцију или зајам харѡија од вредности, а који је закључен у њисаној форми или усмено, уколико о садржини њтаквој усменој финансијској уѡвора њосѡој њисани ѡраѡ у складу са уобичајеном ѡсловном ѡраксом за закључивање уѡвора ѡтакве врѡе.*“⁴⁵ Додатна

43 У том смислу, обавештење о повреди које на основу Оквирног уговора једна страна доставља другој страни која је прекршила уговорне одредбе, као и изјава једне стране да не може или не жели да испуни обавезу представља основ за доспелост и ван стечајног разлога, подношења предлога или отварања поступка.

44 ISDA, *Memorandum on the implementation of netting legislation: A guide for legislators and other policy makers*, March 2006; UNIDROIT, *Principles on the operation of close-out netting provisions*, December 2013.

45 Закон о стечају, чл. 82 ст. 4. Ово је, може се рећи, рогобатна дефиниција финансијских уговора, а једноставније је могло бити одређено као пребијање узајамних

гаранција заштите ових послова налази се и у чл. 126 ст. 3 Закона о стечају којим се, између осталог, искључује побијање радњи предузетих на основу оквирног споразума.

Ако се и може сматрати привилегијом, овај чл. 82 ст. 3 Закона другој страни у репо трансакцији даје статус компензаторног повериоца, чија се потраживања пребијају у стечајном поступку са противпотраживањем дужника, чиме се опет обезбеђује једнакост лица између којих постоје узајамна потраживања. У том смислу, може се рећи да делује да се враћа решење које је предвиђао Стечајни законик за Краљевину Југославију о ограничењу побијања пребијања због раније преузете обавезе према стечајном дужнику, а у време када се на то поверилац обавезао није знао или могао знати да је дужник неспособан за плаћање.⁴⁶

Требало би истаћи да је недавно усвојеним Законом о изменама и допунама Закона о банкама предвиђено да доношење решења о покретању поступка реструктурирања и примена инструмената и мера у том поступку, као ни било која друга околност у непосредној вези са истима, сама по себи не може бити разлог за другу уговорну страну да раскине или анексира закључене уговоре, нити да захтева пребијање или активирање средстава обезбеђења, ако се обавезе из тих послова несметано извршавају.⁴⁷ Даље, ради заштите друге уговорне стране у финансијском уговору, чл. 128у ст. 3 тачке 2 и 3 Закона о банкама предвиђено је да се у поступку реструктурирања на стицаоца не могу пренети само права према другој уговорној страни у репо трансакцији, већ и обавезе предвиђене Оквирним уговором, и обрнуто.

Међутим, пошто ће у нашем банкоцентричном систему, барем у почетку, банке бити најважнији субјекти репо послова, поставља се питање дејства Закона о стечају и ликвидацији банака и друштава за осигурање.⁴⁸ Уређујући питање коначности пребијања, чл. 12 ст. 1 овог закона дозвољава пребијање међусобних обавеза и потраживања у складу са Законом о облигационим односима (ЗОО), који је као та-

потраживања из терминских послова који се закључују на организованом тржишту. Миодраг Мићовић, „Пребијање потраживања у стечајном поступку“, *Правни живот*, бр. 11/2010, стр. 240.

46 Ante Verona, Srećko Zuglia, *Stечајни закон*, Zagreb, 1930, стр. 65-69, цитирано према: Миодраг Мићовић, *нав. дело*, стр. 237.

47 Закон о банкама, *Службени гласник РС*, бр. 107/2005, 91/2010 и 14/2015, чл. 128 ст. 8. Напомена: у складу са чл. 128ј ст. 2(10) Закона, НБС може привремено обуставити сва плаћања и извршења по уговорима које је закључила банка, суспензију права друге уговорне стране на отказивање уговора и активирање обезбеђења, од објављивања решења о привременој обустави до поноћи наредног радног дана, осим, између осталог у погледу система за обрачун хартија од вредности који су законом одређени као битни системи.

48 *Службени гласник РС*, бр. 17/2015.

кав *lex posteriori*, као и *lex specialis* у односу на Закон о стечају према врсти привредних субјеката. Међутим, Закон о стечају препознаје не само одредбу о нетирању, већ у чл. 83 ст. 4 изричито наводи репо посао на основу типског уговора, па би могао да представља *lex specialis* у односу на одредбе ЗОО о пребијању (компензацији) према природи обавезе. То отвара питање да ли чл. 22 Закона о стечају и ликвидацији банака и друштава за осигурање упућује на одредбе Закона о стечају и у погледу права на пребијање потраживања финансијских уговора, које као специфичне уговоре препознаје и Закон о банкама у контексту реструктурирања. Режим пребијања из ЗОО подразумева изјаву о пребијању, уз отворено питање одређења истоврсности тражбина, док Закон о стечају омогућава аутоматско пребијање.

Нормирање пребијања потраживања из терминских послова и подзаконски акти НБС о регулаторном третману репо трансакција представљају солидан подстрек за развој репо послова и ван оквира главних операција НБС, јер се чини да наш правни оквир сада препознаје одредбу о нетирању по раскиду трансакција („затварањем“ уговора – *close-out netting*), али је ипак изостала суштинска дефиниција овог института. Доношење стандардизованог уговора иза кога стоји професионално удружење (УБС) говори о значају типских уговора који се наводе као услов за изузетак из чл. 82 ст. 3 Закона о стечају. Битно је напоменути да се очекује доношење закона о финансијском обезбеђењу, којим би се имплементирала Директива о споразумима о финансијском обезбеђењу.⁴⁹ Ова директива предвиђа одсуство било какве формалне обавезе за извршење уговора о финансијском обезбеђењу, у који се изричито убраја и репо посао и захтева безусловну извршивост *close-out netting*-а у случају повреде уговора, укључујући и стечај. Наведени приказ правног оквира указује на чињеницу да постоје одређене дилеме о извршивости уговора и дејству пребијања, које представљају правни ризик и коче развој репо посла. Упоређивањем правних мишљења о извршивости терминских уговора у појединим јурисдикцијама, долази се до закључка да би наш правни оквир, иако препознаје битне елементе, могао бити окарактерисан као недовољно јасан.

49 Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L 168 of 27.6.2002.

Tatjana JOVANIĆ, M.A., LL.M, PhD
Associate Professor at the Faculty of Law University of Belgrade

Branko PETROVIĆ, MBA
Manager of Treasury Division, Alpha Bank Serbia
President of Financial Market Committee, Association of Serbian Banks

SERBIAN FRAMEWORK AGREEMENT ON REPURCHASE OF SECURITIES (REPO)

Summary

This Paper focuses on the framework agreement on repurchase of securities, which should enable the implementation of repo operations, and consequently enhance liquidity and securities market development. Although the Framework agreement was adopted under the auspices of the Association of Serbian Banks in the second half of 2014, repo transactions had not been initiated, other than those in which the NBS is one of the contracting parties, and which are the main monetary policy operations. This paper will briefly discuss the economic substance of the legal nature of this financial instrument, which is a specific financial contract and the basic elements of the Framework repurchase agreement. The existing uncertainty relating to the enforceability of contract and the treatment of the close-out netting will be addressed in particular.

Key words: repo, securities, repurchase, standardisation, netting.