

PRAVNA REGULATIVA TRGOVINE OTC (*OVER-THE-COUNTER*) FINANSIJSKIM DERIVATIMA

Sažetak

Autor daje prikaz pravnih regulativa trgovine OTC finansijskim derivatima na vodećim finansijskim tržištima (SAD i EU), kao i prikaz uniformne regulative koja se razvila u međunarodnom poslovnom okruženju, dok odvojeno predstavlja pravni okvir ovog pitanja u pozitivnom pravu Republike Srbije. Autor iznosi osnovne probleme pozitivnopravne regulative poslova sa finansijskim derivatima na OTC tržištu kojima su izloženi domaći učesnici, bilo u poslovanju na teritoriji Republike Srbije bilo u poslovanju sa inostranstvom, dajući konkretne predloge za unapređenje spornih pravnih pitanja izmenom regulatornog okvira. Cilj rada je da podigne svest domaće stručne javnosti o manjkavostima u pozitivnopravnim rešenjima poslova sa finansijskim derivatima na OTC tržištu, a i da posluži praksi u rešavanju ovih pitanja u konkretnim poslovima koji su učestali i za domaće učesnike na finansijskom tržištu.

Ključne reči: *finansijski derivati, OTC tržište, tržište kapitala, devizno poslovanje, okvirni ugovor.*

1. Uvod

Tržište OTC (*over-the-counter*) finansijskih derivata je privatno organizovano tržište čija je osnovna karakteristika manji stepen regulisanja trgovanja i transparentnosti pregovaranja uslova trgovine finansijskim derivatima. Poslovi sa finansijskim derivatima su prisutni u svakodnevnom privrednom okruženju, a na OTC tržištu trguju kako banke i drugi regulisani entiteti, profesionalni investitori, ali i privredni subjekti bez posebnih znanja i veština u ovoj oblasti. Zbog toga se često dešava da jača ugovorna strana diktira uslove slabijoj, a kontrolu ravnopravnosti njihovih ugovornih pozicija niko ne vrši budući da se celokupan proces trgovine odvija mimo domašaja bilo kog regulatora. Upravo iz tog razloga netransparentna trgovina OTC derivatima je jedan od uzroka izbijanja finansijske krize 2007. godine (Vuković, 2012, p. 34; International Organization of Securities Commissions, 2010, p. 5), a tendencija vodećih zemalja sveta u okviru oporavka od krize bila je centralizacija i podizanje nivoa transparentnosti tržišta OTC derivata (Nordic

* Master prava i doktorand Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu, advokat, advokatska kancelarija Karanović & Partners, e-mail: marija.vicic@karanovicpartners.com

Securities Association, *n.d.*, p. 5). Vodeći pravni sistemi, kao na primer SAD i EU, nastojali su da unaprede regulativu OTC derivata i time otklone posledice finansijske krize i da spreče slična dešavanja u budućnosti.¹

U nastavku dajemo kratak prikaz osnovnih vrsta finansijskih derivata sa naglaskom na one koji su najučestaliji na OTC tržištu i na osnovne karakteristike ovih poslova na OTC tržištu. Sledi prikaz pravnih rešenja ovog pitanja na nivou regulative SAD i EU i pravila međunarodnog ugovornog prava koja su prihvatile vodeće finansijske organizacije širom sveta. Na kraju, predstavljamo analizu pozitivnopravnih rešenja ovih pitanja u pravu Republike Srbije i dajemo sugestije za unapređenje postojećih rešenja.

2. Pojam i vrste osnovnih finansijskih derivata

Finansijski derivati su finansijski instrumenti čija je vrednost izvedena iz vrednosti neke druge imovine koja se nalazi u njihovoj osnovi. Finansijski derivati daju prava na druge vrste finansijske imovine, te njihova vrednost zavisi od vrednosti te druge imovine koja se nalazi u njihovoj osnovi, a koja se formira putem ponude i tražnje za konkretnim delom te finansijske imovine (International Monetary Fund, 1998, p. 2; Mitić, 2008, p. 53). Ta druga finansijska imovina mogu biti hartije od vrednosti (akcije, obveznice, varanti i slično), kamatne stope, devizni kursevi, berzanski indeksi. Stoga derivati nemaju vrednost sami po sebi, već njihovu vrednost sačinjava druga imovina na koju se derivat odnosi (Sharma, 2011, pp. 283–284).

U poslove sa finansijskim derivatima ulazi se iz dve osnovne težnje. Jedna je zaštita od rizika (tzv. *hedging*)², a druga je špekulacija. Da bi se tržišni učesnik zaštitio od rizika ili da bi eliminisao rizik sa kojim se suočava prilikom obavljanja svoje delatnosti (tzv. tržišni rizik), on će pristupiti kupovini određenog finansijskog derivata. Tržišni rizik je najčešće valutni, koji nastaje prilikom trgovanja u različitim valutama, a često i kamatni, koji se iskazuje kroz varijabilnost kamatnih stopa prilikom ulaska u kreditne poslove. Ove neusklađenosti do kojih dolazi iz navedenih razloga (npr. trgovina iskazana u različitim valutama ili promenljive kamatne stope) rešavaju se fiksiranjem tih troškova u određenom vremenskom trenutku pomoću odgovarajućeg finansijskog derivata (o tome i Rudić, 2016, pp. 100–102).³

¹ Velike reforme na polju regulative finansijskih tržišta usledile su upravo kao odgovor na finansijsku krizu 2007–2008. Kao zaključak iznedrilo se da moderna regulativa finansijskih tržišta mora biti efikasna i fleksibilna, a opet adekvatna da odgovori svim tehničkim i tehnološkim izazovima u modernom dobu i da svojim učesnicima pruži adekvatnu zaštitu i sigurnost (o tome i Sovilj, 2019, pp. 163–166).

² Kako navodi Moles (2011, p. 17), namera *hedžinga* je težnja ka eliminaciji kompletnog rizika kome je strana izložena prilikom ulaska u derivativnu transakciju. *Hedžing*, dakle, prevashodno ima za cilj potpunu eliminaciju rizika, a ne samo njegovo umanjeње.

³ Velika uloga derivata je i u upravljanju kreditnim rizikom, jer strana koja kupuje derivat pokušava da se zaštiti od gubitaka u slučaju neispunjenja obaveze svoje ugovorne strane (Sovilj, 2016, p. 201). Takvi derivati su kreditni derivati kojima se, po pravilu, trguje na OTC tržištu pre svega između banaka. Javljaju se najčešće u vidu svopova ili opcija (Sovilj, 2016, p. 202).

Međutim, derivati se mogu kupovati i radi špekulisanja „zaradom“ od konkretnog derivata. Ova svrha derivata nije zaštitna, već, naprotiv, trgovca derivatom izlaže dodatnim rizicima usled velike promenljivosti tržišta koja može doneti dodatnu „zaradu“ od derivata, ali i njegovog kupca značajno oštetiti. Prilikom špekulacije, od suštinskog značaja je procena da li izlaganje konkretnom riziku može dovesti do veće profitabilnosti posla sa derivatom, usled čega se na konkretan rizik pristaje (Moles, 2011, p. 17). Upravo ove vrste derivata predstavljaju opasnost za trgovinu na neorganizovanom tržištu kada učesnici u poslovima nisu profesionalni investitori koji raspolažu odgovarajućim znanjem koje ih štiti od rizika.⁴

2.1. Forvardi

Forvardi su nestandardizovani derivati u kojima se ugovorne strane (kupac i prodavac) dogovaraju oko isporuke određene robe (ili druge aktive) na određeni dan u budućnosti po tačno (unapred) određenoj ceni. Kada su u pitanju finansijski derivati, aktivu predstavljaju hartije od vrednosti i drugi instrumenti tržišta kapitala. U trenutku zaključenja forvarda nema nikakvih plaćanja, već je ono uvek u budućnosti, zbog čega su forvardi tipični terminski ugovori. Takođe, ispunjenje ugovora je definisano unapred, sadržinom terminskog ugovora. Forvardi su fleksibilni nestandardizovani ugovori i njima se ne trguje na regulisanom tržištu (berzi ili multilateralnoj trgovačkoj platformi),⁵ a cene koje se dogovaraju u forvard ugovorima nisu transparentne. Ove karakteristike forvard ugovora navode i brojni domaći i strani autori (Rudić, 2016, pp. 22–23; Mitić, 2008, pp. 55–56; Gray & Place, 1999, p. 18; Singh, 2013, p. 9; Kasilingam, *n.d.*, pp. 10–12; McDonald, 2013, p. 125).⁶

2.2. Fjučersi

Fjučersi su derivati kojima se stvara obaveza kupovine ili prodaje određene robe (ili druge vrste aktive) ili finansijskog instrumenta u tačno određeno vreme i po tačno dogovorenoj ceni. Za razliku od forvarda, fjučersi su standardizovani derivati kojima se trguje na organizovanom tržištu (berzi ili multilateralnoj trgovačkoj platformi)⁷ i najčešće preko posrednika (klirinške kuće), uz obavezu izvršivosti zaključenog fjučersa. Kod fjučersa su standardizovani količina i kvalitet aktive koja je obuhvaćena fjučersom,

⁴ Derivati koji se uzimaju sa namerom špekulisanja su posebno senzitivni i u zakonskoj regulativi Republike Srbije ovakvi poslovi su „na radaru“ nadležnih organa (Narodne banke Srbije) kada su u pitanju transakcije sa inostranstvom, kako bi se sprovela kontrola odliva novčanih sredstava iz Srbije, a i obezbedila zaštita srpskih rezidenata (naročito fizičkih lica). Radi bolje kontrole rizika u koji se investitor upušta (naročito kada je motiv za ulazak u transakciju špekulacija), pretežno se kupuju derivati koji imaju opštepoznate oblike i karakteristike i ustaljeni su u praksi (forvardi, svopovi, opcije) i koji prate opšte potrebe investitora formirane na osnovu prakse (o tome i Sharma, 2011, pp. 283–284).

⁵ O pojmu „regulisano tržište“ i „multilateralna trgovačka platforma“, kao i o OTC tržištu, uopšteno i u domaćem zakonodavstvu, vid. tekst u odeljku 3.

⁶ Kako navodi i Rudić (2016, p. 23), forvardi se najčešće ugovaraju za zaštitu od rizika promene kamatne stope (tzv. forvardi kamatne stope). Forvardi načelno štite od rizika izloženosti promene cene nekog finansijskog instrumenta ili drugog predmeta koji se nalazi u njegovoj osnovi fiksiranjem njegove vrednosti za određeni dan u budućnosti.

⁷ Vid. komentar u fn. 1.

mesto i vreme isporuke. U svojoj ekonomskoj suštini podsećaju na forvarde, iz kojih su i nastali, ali razlikuju se od njih u svojoj likvidnosti i drugačijem načinu plaćanja – plaćanje će se vršiti u određenom periodu vremena, npr. u određenom mesecu, a ne na fiksni datum kao kod forvarda. Dodatno, sloboda ugovaranja je šira kada je u pitanju pregovaranje uslova isporuke i tada je neophodan angažman posrednika – klirinške kuće. Fjučersi su najčešće robni, kamatni, valutni ili fjučersi na berzanske indekse. O svim navedenim karakteristikama fjučersa intenzivno i nedvosmisleno se govorilo i u stručnoj pravno-ekonomsko-finansijskoj javnosti (Rudić, 2016, pp. 24–25; Mitić, 2008, p. 56; Eremić, 2004, pp. 8–9; Gray & Place, 1999, p. 16; Singh, 2013, p. 10, McDonald, 2013, p. 138).⁸

2.3. Svopovi

Svopovi su derivati kojima se ugovorne strane dogovaraju da zamene određena plaćanja ili isplate koje svaka od strana treba da izvrši na osnovu nekog prethodnog pravnog posla koji podrazumeva plaćanja (ulaganje, kreditni posao) po osnovu unapred obračunate formule (Singh, 2013, p. 10). Cilj svopa je fiksiranje plaćanja obaveze jedne strane uz diskont i služi zaštiti od rizika, pre svega deviznog i rizika promene kamatne stope. Stoga su najčešći svopovi upravo kamatni i devizni svopovi (Gray & Place, 1999, p. 21). U svojoj prirodi svopovi su derivati koji se zasnivaju na razmeni budućih novčanih priliva i odliva kako bi se strana zaštitila od određenog tržišnog ili drugog rizika. O tome sa istim pristupom govori i Rudić (2016, pp. 32–33).⁹

2.4. Opcije

Opcije su derivati koji daju pravo na kupovinu ili prodaju određene imovine, što može biti bilo koja aktiva ili finansijski instrumenti, po unapred određenoj ceni u okviru vremenskog perioda, i koji stvaraju obavezu prodavca, odnosno kupca na realizaciju opcije na način naveden u ugovoru (Rudić, 2016, p. 51; Singh, 2013, p. 10). Opcije se razlikuju od forvard ili fjučers ugovora u tome što naknadno stvaraju obavezu realizacije transakcije od strane ugovornih strana, dok kod opcije, strana koja je opciju primila ima mogućnost izbora da li želi da realizuje opciju, dok obaveza postoji samo na strani njenog saugovarača (prodavca ili kupca, zavisno od vrste opcije), dakle, opcije su asimetrični ugovori jer kupac i prodavac nemaju ista prava, već se prodavac opcije priklanja odlukama kupca opcije zarad plaćanja cene opcije od strane kupca.¹⁰

⁸ Budući da su namenjeni trgovanju na regulisanim tržištima i da je reč o standardizovanim ugovorima kojima se ne trguje na OTC tržištu, fjučersi su samo prikazani kao jedna od osnovnih vrsta derivata, ali dalje se neće smatrati da su u opsegu ovog rada.

⁹ Svopovi su nestandardizovani instrumenti kojima se trguje na OTC tržištu i koji nisu predmet trgovanja na regulisanim tržištima (kako su opisani u poglavlju 3 koje sledi).

¹⁰ Opcije su jedne od najučestalijih derivativnih instrumenata i najčešće vrste opcija su kupovne (*call*) opcije – derivati čiji imalac ima pravo da kupi određenu količinu određene imovine po unapred fiksiranoj ceni u toku određenog perioda; i prodajne (*put*) opcije – derivati čiji imalac ima pravo da proda određenu količinu

3. OTC tržište finansijskih derivata

Kako navodi Moles (2011, p. 15), finansijskim (kao i robnim) derivatima se trguje na finansijskim tržištima. Rudić (2016, p. 18) obrazlaže razliku između finansijskog tržišta u užem smislu, što podrazumeva organizovano tržište na kome se trguje finansijskim instrumentima po tačno organizovanoj strukturi trgovanja (mesto, vreme i način) i uz poštovanje pravila trgovanja koja imaju za cilj da pruže adekvatnu zaštitu tržišnim učesnicima. Pod finansijskim tržištem u širem smislu smatralo bi se i neorganizovano tržište finansijskim instrumentima gde se trgovanje vrši bez prisustva organizatora i u direktnim pregovorima dveju strana koje povodom derivativnih poslova zaključuju bilateralne ugovore.

Dakle, OTC tržište, kao finansijsko tržište u širem smislu, odvija se privatno između ugovornih strana uz eventualno prisustvo dilera koji održavaju ponudu i tražnju, a pregovori se vode netransparentno, brzim sredstvima komunikacije, vrlo često i putem telefona (Dodd, 2002, p. 2).¹¹ Kao osnovne prednosti trgovanja na OTC tržištu navode se smanjena izloženost tržišnom riziku, efikasnije poslovanje (zaključivanje velikog broja ugovora u samo jednom danu) i manji zahtevi za likvidnošću učesnika u poslovima sa derivatima (Heckinger, Ruffini, & Wells, 2014, pp. 27–29).¹² Nedostatak transparentnosti i nadzora nad obavljanjem poslova na OTC tržištu uzrokovalo je, kako smo naveli, nastanak finansijske krize 2007–2008. godine, te su mere oporavka od krize obuhvatile standardizaciju ugovora, centralizovano obavljanje kliringa, odnosno povećanje kapitalnih zahteva za derivate čiji se kliring ne obavlja centralizovano, razvoj elektronskih platformi za OTC trgovinu derivatima (Financial Stability Board, 2018, p. 7).¹³

određene imovine pod uslovima navedenim u opciji u toku određenog perioda (Mitić, 2008, p. 57). Opcije takođe često mogu glasiti i na druge derivate (opcije na fjučerse), na valute, berzanske indekse, kamatne stope (Eremić, 2004, p. 15; Gray & Place, 1999, p. 15).

¹¹ Na organizovanom tržištu trgovanje se vrši kroz organizovani sistem poravnanja i kliringa tržišnih učesnika registrovanih na tom tržištu (npr. berzi) gde se celokupan proces trgovanja može pratiti javno – na ekranima koji prikazuju promenu vrednosti finansijskih instrumenata, njihovu kupovinu ili prodaju (Moles, 2011, p. 15).

¹² Neki navode i decentralizaciju kliringa i privatnu procenu kreditnog rizika saugovarača kao neke od prednosti OTC tržišta budući da ne postoje pravila za kategorizaciju rizičnosti, likvidnosti i stabilnosti učesnika (Schinasi *et al.*, 2000, p. 18).

¹³ U pravu Republike Srbije OTC tržište je definisano kao „sekundarno tržište za trgovanje finansijskim instrumentima koje ne mora da ima organizatora tržišta i čiji sistem trgovanja podrazumeva pregovaranje između prodavca i kupca finansijskih instrumenata u cilju zaključenja transakcije“ (Zakon o tržištu kapitala – ZTK). Ova definicija preuzeta je iz pomenute EMIR regulative koja reguliše poslove na OTC tržištu na nivou Evropske unije. Zakon o tržištu kapitala ne primenjuje se na poslove na OTC tržištu, a regulisanje ove materije dalje postaje predmet Odluke o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima koju je donela Narodna banka Srbije kao podzakonski akt na Zakon o deviznom poslovanju (ZDP) i koja reguliše i unutrašnji i prekogranični promet finansijskim derivatima.

4. Uporednopravna regulativa OTC tržišta finansijskih derivata

Vodeći finansijski sistemi su kao reakcija na finansijsku krizu iz 2007–2008. godine reagovali donošenjem striktnije regulative na polju OTC tržišta derivata. Cilj strože regulacije ovih slobodnih tržišta i veća kontrola poslovanja na njima iskazao se kroz podizanje nivoa transparentnosti transakcija i uvođenjem centralnog kliringa. Osnovni principi regulisanja OTC tržišta nakon krize ustanovljeni su na pitsburškom samitu G20 koji se odigrao 2009. godine i na kome su uspostavljeni osnovni budući postulati, između ostalog, trgovine na OTC tržištu u cilju postizanja ekonomske i finansijske stabilnosti na svetskom nivou.¹⁴

Trgovanje OTC derivatima putem standardizovanih okvirnih ugovora uobičajenih u međunarodnoj poslovnoj praksi i dalja standardizacija pojedinih pitanja okvirnih ugovora se nastavljaju i dalje unapređuju.

4.1. Pravo SAD

Kao odgovor na finansijsku krizu u Sjedinjenim Američkim Državama 2010. godine donet je Dodd-Frankov zakon koji ima za cilj oporavak od finansijske krize i sprečavanje nastanka nove podizanjem nivoa transparentnosti poslova na OTC tržištu finansijskih derivata (Sharma, 2011, p. 281). Dodd-Frankovim zakonom uvodi se obaveza centralnog kliringa OTC derivata, kao i tendencija da se veći broj trgovanja derivatima premesti na berzu, a za određene vrste derivata se propisuje obavezan kliring, kao i obaveza obaveštavanja regulatora o transakcijama sa derivatima, pre svega svopovima (Sharma, 2011, pp. 282–283; Rudić, 2016, p. 159). Stoga je navedeni zakon imao za cilj smanjenje sistemskog rizika prilikom zaključenja derivativnih poslova i povećanje transparentnosti na OTC tržištu derivata (OECD, 2011, p. 12) kroz smanjenje rizika od neispunjenja obaveze druge ugovorne strane (engl. *counterparty default*). Jednu od ključnih komponenti Dodd-Frankovog zakona čini tzv. „Volkerovo pravilo“ (engl. *Volcker Rule*) koje uvodi restrikcije bankama i finansijskim organizacijama da ulažu u špekulativne poslove, kao i da posluju sa određenim ugovornim stranama (kao što su hedž fondovi (engl. *hedge funds*), i kompanije sa privatnom imovinom (engl. *private equity funds*)) (CFA Institute, *n.d.*, p. 1).

Uz nesporne prednosti navedenog zakona, mnogi su prigovorili da se ovakvim detaljnijim regulisanjem i povećanom kontrolom utiče negativno na smanjenje broja OTC derivativnih transakcija budući da se pre svega bankama ograničavaju mogućnosti ulaska u ove transakcije (uz povećanje kapitalnih rezervi koje moraju da održavaju za svaku transakciju) i smanjuje broj tržišnih učesnika, dok je s druge strane obavezan kliring svopova doveo i do povećanja cene trgovanja ovim instrumentima (kao posledica naplaćivanja naknada za usluge klirinških kuća).

¹⁴ Pitsburški samit G20 je treći po redu sastanak G20 kojim je uspostavljeno da G20 čini budući trajni svetski forum za zaštitu međunarodne finansijske i ekonomske stabilnosti. Na trećem sastanku dogovoren je razvoj strože nacionalne regulative OTC derivata, tržišta sekjuritizacije, agencija za kreditni rejting i hedž fondova. Postavljeni su osnovi za dalju regulativu izveštavanja o trgovanju OTC derivatima, za uspostavljanje obaveze izveštavanja o transakcijama na OTC tržištu i generalno uspostavljanje bolje zaštite investitora, depozitara i investitora od nefer poslovanja (više o tome vid. u G20, 2009, pp. 1–17).

4.2. Regulativa Evropske unije

Na nivou Evropske unije je 2012. godine, donošenjem tzv. EMIR regulative (Regulation (EU) No 648/2012), takođe prevladala tendencija da tržište derivata treba regulisati uvođenjem obaveze kliringa preko centralne ugovorne strane za određenu vrstu derivata i povećanjem nivoa transparentnosti u poslovima sa derivatima na OTC tržištu (Rudić, 2016, p. 159). EMIR regulativa je za cilj imala preslikavanje američkog rešenja postignutog Dodd-Frankovim zakonom na regulativu zemalja članica Evropske unije (OECD, 2011, p. 12).

Osnovni zahtevi EMIR regulative jesu upravo uvođenje obaveznog centralnog kliringa za određene vrste OTC derivata između određenih tržišnih učesnika (uglavnom su to finansijske institucije i investicioni fondovi) i obaveza izveštavanja centralnog repozitorija o derivativnim transakcijama. Zatim, EMIR regulativa propisuje obavezu prikupljanja margine u vezi sa svim neklirivanim OTC derivatima između određenih ugovornih strana, kao i specifične zahteve povodom kolateralizacije ovih aranžmana.

Dodatno, na polju EU regulative, treba istaći i Direktivu o finansijskim kolateralima (Directive (EU) 2002/47/EC) koja se bavi regulisanjem finansijskih kolaterala koji se često javljaju kao obezbeđenje obaveza iz OTC derivativnih transakcija i koji poznaju tzv. fiducijarni prenos svojine na kolateralu. Zatim, potrebno je pomenuti i tzv. MiFID II direktivu (Directive (EU) 2014/65/EC) koja reguliše primarno pojmove i karakteristike finansijskih instrumenata (uključujući i OTC derivate).

4.3. Standardizovani ugovori uobičajeni u međunarodnoj poslovnoj praksi

U međunarodnoj poslovnoj praksi, sa ciljem da se ujednače uslovi trgovanja derivatima na OTC tržištu i postave odgovarajući standardi zaštite ekonomski slabijih učesnika u poslovima sa derivatima, pri *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), koja broji preko 900 članova – renomiranih svetskih banaka i vodećih finansijskih institucija – formulisani su okvirni ugovori za trgovanje finansijskim derivatima (tzv. ISDA Master Agreements) (o tome i Vičić, 2020, pp. 330–331). ISDA je samo jedna od organizacija koje se bave ujednačavanjem tržišnih uslova trgovine različitim vrstama derivata i robe (i druge vrste aktive) na međunarodnim i nacionalnim tržištima (Vičić, 2020, p. 331).

Osnovne karakteristike ISDA okvirnog ugovora jesu njegove odredbe o netiranju, tj. poravnanju derivativnih transakcija između ugovornih strana koje se aktiviraju automatski na način predviđen ISDA okvirnim ugovorom. Razlikuje se netiranje kao način redovnog ispunjenja obaveza i netiranje u slučaju neispunjenja ugovorne obaveze od strane jedne ugovorne strane ili usled nemogućnosti ispunjenja ugovorne obaveze (engl. *events of default* i *termination events*). Takođe, okvirni ugovor odlikuje mogućnost da se koristi za više derivativnih transakcija između istih ugovornih strana zaključivanjem potvrda (engl. *confirmations*) za svaku pojedinačnu transakciju. Strane prilagođavaju odredbe okvirnog ugovora svojim potrebama dodavanjem tzv. priloga (engl. *schedules*) kojim se modifikuju generički uslovi okvirnih ugovora. Takođe, poseban dodatak okvirnom ugovoru predstavlja i aneks finansijske podrške (engl. *credit support annex*) kojim se regulišu uslovi

finansijskog obezbeđenja obaveza iz ISDA okvirnog ugovora (detaljnije o ovome i Vičić, 2020, pp. 331–334).

5. Trgovina OTC finansijskim derivatima u Republici Srbiji

Kada govorimo o domaćem zakonodavstvu koje reguliše trgovanje finansijskim derivatima, pre svega nam pažnju skreće Zakon o tržištu kapitala (ZTK)¹⁵. Međutim, kako je navedeno u njegovom čl. 5, ZTK se ne primenjuje na nestandardizovane finansijske instrumente. ZTK se nigde dalje ne bavi definisanjem pojma „nestandardizovani finansijski instrument“. Ranije važeća Odluka o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima (2011) pravila je razliku između „standardizovanih“ derivata kojima se trguje na organizovanom tržištu ili multilateralnoj trgovačkoj platformi i derivata kojima se trguje van regulisanog tržišta, odnosno multilateralne trgovačke platforme (tzv. „nestandardizovani“ derivati). Iako ovo pojašnjenje nikada nije zvanično objavljeno, a donošenjem nove Odluke o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima (2018) termini standardizovani/nestandardizovani su se izgubili iz ostatka naše regulative (izuzev ZTK-a), ono je podržano i (neformalno) od strane Narodne banke Srbije u pojašnjenjima Odluke o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima. Dakle, primenom analogije zaključujemo da se ZTK suštinski (i osim ako nije drugačije predviđeno) ne primenjuje na finansijske derivate kojima se trguje na OTC tržištu.¹⁶

5.1. Važeća regulativa

Odluka o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima iz 2018. godine je ključni propis u regulisanju poslova sa finansijskim derivatima na OTC tržištu u Srbiji. Pomenutu odluku donela je Narodna banka Srbije kao podzakonski akt na ZDP.

Odluka predviđa da banke¹⁷ mogu trgovati finansijskim derivatima na OTC tržištu u zemlji ili inostranstvu (tač. 4 Odluke o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima). S druge strane, rezidenti Srbije¹⁸ koji nisu banke mogu obavljati poslove sa finansijskim derivatima na OTC tržištu samo radi zaštite od rizika (hedžing) i to rizika promene deviznog kursa, rizika promene kamatne stope, rizika promene cena hartija od vrednosti, rizika promene cena robe i rizika promene vrednosti berzanskog indeksa, kao i poslove

¹⁵ Ovde napominjemo da se u nastavku rada nećemo baviti derivatima kojima se trguje na robnoj berzi u skladu sa Zakonom o robnim berzama budući da nisu u pitanju *finansijski* derivati i kao takvi nisu predmet ovog izlaganja.

¹⁶ Iako se moglo očekivati da će se do 2014. godine ZTK harmonizovati sa EMIR regulativom i MiFID II direktivom, to se nije dogodilo (više vid. i Jovanović, 2011, pp. 228–302). Međutim, ZTK je i dalje ostao samo na primarnom nivou adekvatna zaštita za poslovanje i ulaganje na regulisanim tržištima i multilateralnim trgovačkim platformama za šta su predviđeni mehanizmi za zaštitu od tržišnih zloupotreba i manipulacija (o tome Sovilj, 2019, p. 166). Stoga, do dalje veće reforme ZTK-a jedino nam ostaje da poslove sa derivatima na OTC tržištu tumačimo kroz gore pomenutu odluku kojoj ni supstantivno ni hijerarhijski ne treba da bude u domenu primene da pitanja OTC tržišta u celosti i ekskluzivno reguliše.

¹⁷ Banke u smislu ovog rada treba razumeti u skladu sa čl. 2, st. 1 Zakona o bankama.

¹⁸ Rezidentima u ovom radu se smatraju entiteti i lica navedeni u čl. 2, st. 1, tač. (1) ZDP-a.

po osnovu deviznih svopova. Rezidenti (koji nisu banke) mogu ove poslove obavljati sa domaćim bankama (uključujući i dinarska i devizna plaćanja u poslovima sa derivatima) i sa nerezidentima, ali samo za devizna plaćanja u poslovima sa derivatima (tač. 5 Odluke o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima).

Odluka još propisuje da se ovi poslovi obavljaju u skladu sa standardizovanim okvirnim ugovorima o finansijskim derivatima na način koji je uobičajen u poslovnoj praksi, odnosno predviđen zakonom ili drugim propisom (tač. 7 Odluke o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima). Ovde je donosilac odluke pre svega imao na umu okvirne ugovore poput ISDA okvirnih ugovora¹⁹ koji imaju poseban mehanizam izvršenja međusobnih obaveza ugovornih strana, tzv. netiranje.²⁰ Netiranje, kao način izvršenja obaveza po okvirnom ugovoru za trgovanje finansijskim derivatima, predviđeno je i u pomenutoj odluci koja predviđa da „po poslovima s finansijskim derivatima mogu se prebijati međusobna dugovanja i potraživanja ugovornih strana radi izvršavanja neto obaveze jedne ugovorne strane prema drugoj ugovornoj strani (netiranje) – u slučaju raskida ugovora zbog neizvršavanja obaveze ugovorne strane, kao i u drugim ugovorenim slučajevima“ (tač. 9 Odluke o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima). Ovde je donosilac odluke želeo da u srpskom pravu omogući izvršivost ovih standardizovanih ugovora (koji su rađeni po stranom, najčešće engleskom pravu) koje koriste vodeći tržišni učesnici jednim olakim definisanjem da je netiranje dozvoljeno. Međutim, pitanje dozvoljenosti netiranja, kao glavnog instituta ISDA okvirnog ugovora i glavne prednosti izvršenja poslova sa finansijskim derivatima, mnogo je šire i kompleksnije kada se sagleda celokupan zakonodavni okvir Srbije.

Kako se pomenuta odluka Narodne banke Srbije dalje ne bavi ni izvršivošću instituta netiranja niti trgovinom OTC finansijskim derivatima uopšte, odgovore na ovde postavljene dileme pokušaćemo da pronađemo u drugim propisima. Kako smo pomenuli, ISDA okvirni ugovor predviđa dve vrste netiranja: 1) netiranje kao način redovnog izvršenja obaveza po derivativnim poslovima i 2) netiranje kao način izvršenja obaveza u slučaju da jedna strana ne ispuni svoju obavezu skrivljeno (tzv. *events of default* ili slučajevi neispunjenja obaveza) ili bez obzira na svoju krivicu (tzv. *termination events* ili raskidni događaji) (o tome i Harding, 2010, pp. 397–400).

Prva vrsta netiranja suštinski se svodi na prebijanje kakvo poznaje i srpsko ugovorno pravo (Zakon o obligacionim odnosima – ZOO, čl. 336). Međutim, imajući u vidu ograničenja za sprovođenje prebijanja u prekograničnom kontekstu u podzakonskim aktima Narodne banke Srbije donetim u odnosu na čl. 6 ZDP-a,²¹ koja se primenjuju na ugovorni

¹⁹ Najzastupljeniji ISDA okvirni ugovori za trgovinu finansijskim derivatima su modeli iz 1992. i 2002. godine.

²⁰ Netiranje kao mehanizam je karakterističan upravo za derivativne transakcije i jedan je od mehanizama za smanjenje kreditnog rizika investicionih društava (Sovilj, 2016, p. 199). Netiranje koje poznaje i ISDA je bilateralno netiranje koje podrazumeva saldiranje obaveza dve ugovorne strane u određenom vremenskom periodu umesto da se vrše međusobna pojedinačna plaćanja, tako da je na kraju plativ samo konačni neto iznos (o tome i Sovilj, 2016, p. 200).

²¹ Ovde mislimo na Uredbu o načinu prebijanja dugovanja i potraživanja po osnovu realizovanog spoljnotrgovinskog prometa robe i usluga kojom se regulišu mogućnosti i načini prebijanja potraživanja i dugovanja koja su nastala iz tekućih spoljnotrgovinskih poslova i na Odluku o načinu prebijanja dugovanja i

odnos u kom je jedna strana rezident Srbije uprkos primeni stranog prava kao merodavnog (budući da je u pitanju norma neposredne primene), netiranje kao način redovnog izvršenja obaveza po derivativnim poslovima je u značajnoj meri onemogućeno. Taj problem nije rešen ni donošenjem Zakona o finansijskom obezbeđenju koji u čl. 17 predviđa netiranje, ali ne u kontekstu dobrovoljnog ispunjenja obaveze po derivativnom poslu.

Druga vrsta netiranja se odnosi na međusobno saldiranje potraživanja i dugovanja u slučaju kada jedna strana ne ispuni svoju obavezu bilo da je to neispunjenje skrivljeno (uzrokovano nastupanjem „slučaja neizvršenja obaveze“) ili neskrivljeno (uzrokovano „raskidnim događajem“). U srpskom pravu ova vrsta netiranja eksplicitno je predviđena čl. 17 Zakona o finansijskom obezbeđenju. Mehanizam koji predviđa pomenuti član izrađen je po uzoru na ISDA okvirni ugovor i pre svega Direktivu EU o finansijskim kolateralima i predviđa automatski ili na zahtev strane 1) nastupanje dospelosti međusobnih obaveza po osnovu jednog ili više ugovora o finansijskom obezbeđenju i njihovo izražavanje kao novčanih obaveza, u skladu s njihovom procenjenom tekućom vrednošću, odnosno vrednošću koja je utvrđena na način iz ugovora o finansijskom obezbeđenju; i/ili 2) obavljanje netiranja (prebijanje) međusobnih potraživanja i obaveza po osnovu jednog ili više ugovora o finansijskom obezbeđenju, tako da je ugovorna strana koja duguje veći iznos dužna da plati razliku u iznosu potraživanja (neto iznos). Na ovaj način možemo da smatramo da je mehanizam netiranja iz ISDA okvirnog ugovora izvršiv u skladu sa pravilima srpskog prava (uz moguće manje kvalifikacije) (o tome i Vičić, 2018, pp. 147–149).

Dodatni aspekt na koji se treba osvrnuti kada govorimo o netiranju jeste i režim ovog instituta u stečaju srpske ugovorne strane. Poslednjim izmenama Zakona o stečaju (2018) predviđeni su izuzeci od primene opštih pravila stečaja kada su u pitanju okvirni ugovori za trgovinu OTC derivatima i mehanizam netiranja predviđen u njima. Izmene Zakona o stečaju pratile su donošenje pomenutog Zakona o finansijskom obezbeđenju koji takođe eksplicitno u čl 18, odnosno 20 propisuje odstupanja od tradicionalnih pravila stečaja. Usled ovakve regulative, na izvršenja po okvirnom ugovoru za trgovinu OTC derivatima ne utiče otvaranje stečajnog postupka niti utiču posebna pravila o prebijanju koja važe u stečaju, već se ugovor sprovodi u skladu sa svojim odredbama. Međutim, dva su propusta napravljena: 1) Zakon o finansijskom obezbeđenju primenjuje se samo na tzv. kvalifikovane učesnike (npr. banke, investiciona društva, državu i sl.), ali ne i na obična pravna lica, privredne subjekte koji mogu i vrlo često jesu učesnici u ovakvim poslovima (vid. o tome i Vičić, 2018, pp. 152–153) i 2) jezičkim tumačenjem pojma „finansijska obaveza“ iz Zakona o finansijskom obezbeđenju može se pogrešno zaključiti da tzv. „drugi finansijski ugovor“ mora biti obezbeđen nekom vrstom finansijskog obezbeđenja, što bi značilo da derivativni neobezbeđeni poslovi po okvirnom ugovoru (koji čine veliku većinu) uopšte nisu svrstani u poseban zakonski režim izvršivosti ovih ugovora. U vezi sa drugim propustom, samo bismo napomenuli da okvirni ugovori mogu biti i obezbeđeni, u kom slučaju primeni druge tačke ne bi bilo mesta, ukoliko je uz okvirni ugovor zaključen

potraživanja po osnovu kreditnih poslova sa inostranstvom u devizama kojom se regulišu mogućnosti i načini prebijanja u pogledu kreditnih poslova sa inostranstvom u smislu ZPD-a.

i aneks o kreditnoj podršci (*credit support annex*) kojim bi se regulisalo uspostavljanje neke vrste finansijskog obezbeđenja za potraživanja iz okvirnih ugovora za trgovanje OTC derivatima (Vičić, 2020, p. 332).

5.2. Nedostaci važeće regulative i unapređenje u odnosu na uporednopravna iskustva

Iako pravo Srbije ipak poznaje određene međunarodno priznate institute koji se vezuju za trgovinu OTC finansijskim derivatima, i dalje izostaje njeno celovito regulisanje. Pre svega, propisi Republike Srbije nisu još uvek harmonizovani sa rešenjima koja poznaje EMIR regulativa i MiFID II direktiva. Pre svega, u Srbiji ne postoji centralizovano obavljanje kliringa u poslovima sa derivatima na OTC tržištu niti regulisanje klirinške kuće koja bi te poslove obavljala. Rešenja iz zakonodavstva Evropske unije ili drugih razvijenijih sistema će se svakako primeniti na ugovorni odnos sa elementom inostranosti, međutim u praksi su sve češći čisto lokalni poslovi sa derivatima na OTC tržištu.

Osnovni praktični nedostaci ZTK-a naspram evropskih rešenja (EMIR regulativa) u pogledu kliringa, posebno kliringa na OTC tržištu, jesu:

1. ZTK prepoznaje jedino Centralni registar za depo i kliring hartija od vrednosti kao jedinu klirinšku kuću koja je ujedno i centralni depozitar finansijskih instrumenata izdatih u Republici Srbiji. Ovakva postavka nije konceptualno u skladu sa rešenjima EMIR regulative, koja predviđa razdvajanje institucija koje vrše kliring i institucija koje obavljaju poslove depozitara finansijskih instrumenata izdatih na teritoriji EU. Naime, trenutni ZTK ne prepoznaje uopšte mogućnost osnivanja druge klirinške kuće budući da na jedinstven način reguliše statusni i pravno-prometni položaj Centralnog registra za depo i kliring hartija od vrednosti ostavljajući mu svojevrsan monopol u kompletnom upravljanju finansijskim instrumentima izdatim na teritoriji Republike Srbije. Radi daljeg usklađivanja ovog pitanja sa EMIR regulativom, razdvajanje funkcije kliringa i depozitara Centralnog registra je neophodan početni korak. Funkcija kliringa bi se mogla poveriti entitetima koji bi za to bili osnovani i imali licencu izdatu od strane nadzornog organa u Republici Srbiji. Time bi se ujedno omogućilo transparentnije poslovanje, izbegla bi se monopolizacija svih funkcija u vezi sa poslovanjem finansijskim instrumentima u okviru jedne institucije, dok bi investitori uživali veću zaštitu u slučaju stečaja depozitara (iako i sada postoji regulisana segregacija imovine investitora u slučaju stečaja investicionih društava, ovakvo pravilo nije eksplicitno predviđeno za sam Centralni registar, već se do njega dolazi tumačenjem). Takođe, predlaže se i uvođenje tzv. *passporting* ovlašćenja klirinških kuća registrovanih u Srbiji da svoje aktivnosti pružaju i u drugim državama članicama EU nakon pristupanja Srbije EU (po uzoru na npr. rešenja Zakona o platnim uslugama).
2. ZTK ne zalazi u regulativu OTC instrumenata. Naime, Zakon u čl. 5 ističe da se njegove odredbe ne primenjuju na tzv. nestandardizovane finansijske instrumente (tumačenjem istorijskih izmena Odluke o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima i stavova Narodne banke Srbije dolazimo do zaključka da su nestandardizovani finansijski instrumenti zapravo OTC derivati), osim

ako njime samim nije drugačije određeno. U Zakonu se više nigde eksplicitno ne pominju OTC derivati (odnosno nestandardizovani finansijski instrumenti), te se postavlja pitanje da li je njime bilo šta u vezi sa poslovima sa OTC derivatima uopšte i regulisano, posebno u vezi sa obavljanjem kliringa. Autor je sklon da zaključi da je odgovor na ovo pitanje negativan i smatra da je trgovina OTC derivatima u Republici Srbiji regulisana jedino pomenutom Odlukom o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima koja je podzakonski akt. Slično tumačenje u pogledu nedostatka regulative OTC tržišta u ZTK-u možemo videti i kod Jovanovića (2011, p. 264). Autor smatra da bi se u cilju dalje harmonizacije sa standardima EU (EMIR regulativom) regulisanje OTC derivata moralo jasno obraditi ili kroz izmene ZTK-a ili kroz poseban zakon, te da pomenuta odluka Narodne banke Srbije ne može biti adekvatan pravni akt za regulisanje osnovnih postulata poslovanja na OTC tržištu, posebno u vezi sa uređivanjem obaveze kliringa transakcija (ili polaganja garancija za svop transakcije) po uzoru na EMIR regulativu i nacionalna rešenja vodećih evropskih zemalja.

Uvođenjem evropskih rešenja u pogledu bolje kontrole poslovanja na OTC tržištu derivata i povećanjem nivoa transparentnosti pozitivno bi se uticalo i na opredeljenje neprofesionalnih strana da ulaze u ove poslove. Takođe, nivo transparentnosti ovih poslova i dalje nije na nivou (ako poredimo sa EMIR regulativom i rešenjima Dodd-Frankovog zakona)²². Izvesne obaveze izveštavanja poslovnih banaka da izveštavaju Narodnu banku Srbije o derivativnim transakcijama ipak nisu na nivou pomenutih stranih pravnih rešenja.

Odluka Narodne banke Srbije dozvoljava rezidentima Srbije koji nisu banke da zaključuju poslove sa derivatima na OTC tržištu samo radi zaštite od rizika (hedžing). Drugim rečima, špekulativni poslovi nisu dozvoljeni osim ako su subjekti domaće banke. Smatramo da je ovo ograničenje potrebno ukinuti ili makar dodatno umanjiti propisivanjem šireg spektra derivativnih poslova u koje srpski rezidenti mogu da ulaze, odnosno preciziranjem karakteristika špekulativnih poslova koji su zabranjeni (po uzoru na rešenja EMIR regulative). Pored toga, povećanom edukacijom privrednih subjekata o ovim poslovima rizik špekulacije bi se smanjio, a tržišni učesnik, koji raspolaže adekvatnim predznanjem, suočio bi se sa posledicama svesnog ulaženja u špekulativne poslove.

Smatramo da je sledećim izmenama Zakona o finansijskom obezbeđenju potrebno proširiti krug subjekata na koje se ovaj zakon primenjuje i na obične privredne subjekte po uzoru na Direktivu EU o finansijskim kolateralima, budući da nije moguće naći opravdanje za njihovo isključenje u ovom trenutku, osim da je reč o očiglednoj omašci zakonodavca. Takođe, potrebno je i precizirati definiciju finansijske obaveze, odnosno finansijskog ugovora

²² Autor smatra da OTC derivati i uopšte poslovanje na OTC tržištu nisu na adekvatan način regulisani u Republici Srbiji, pa samim tim ni obaveza izveštavanja od strane oba (ili jednog od) učesnika u OTC transakcijama nije regulisana na adekvatan način u skladu sa uporednopravnim rešenjima. Pitanje je od velikog značaja za obezbeđivanje nivoa transparentnosti poslovanja na OTC tržištu i zaštite investitora i moralo bi takođe biti predmet posebne zakonske regulative, ili kroz samostalan zakon ili kao deo ZTK-a. Svedoci smo umeća našeg zakonodavca kada je u pitanju stroga regulativa obaveze izveštavanja kada su, na primer, u pitanju devizne operacije, pa smatramo da bi sličan mehanizam, pravno-tehnički, mogao biti primenjen i za OTC poslove (s tim da napominjemo da, radi efikasnosti obavljanja poslova, preporučujemo *ex post* a ne *ex ante* izveštavanje).

u Zakonu o finansijskom obezbeđenju, a u isto vreme na adekvatan način izmenama Zakona o stečaju ujednačiti da se njegove odredbe u celosti ne primenjuju na ove aranžmane. Ovde pre svega mislimo na institut prava izbora stečajnog upravnika u slučaju dvostranoobavezujućih ugovora, pobijanje pravnih radnji u stečaju, opseg privremenih mera u stečaju i obračun kamate i iz svih njih na nesumnjiv način isključiti ugovore o trgovini finansijskim derivatima na OTC tržištu. Na taj način bi se obezbedila i puna izvršivost odredaba ISDA okvirnog ugovora u slučaju srpske ugovorne strane budući da trenutne prepreke oko izvršivosti ključnih odredaba ISDA okvirnog ugovora u srpskom pravu demotivisu strane banke i druge finansijske organizacije da posluju sa rezidentima Srbije.

6. Zaključak

Cilj ovog rada je bio da ukratko predstavi najvažnije pravne probleme sa kojima se učesnici u Srbiji u ovim poslovima gotovo neizostavno sreću u praksi i da pokuša da predloži rešenja kako bi se određene stvari preciznijom zakonodavnom tehnikom mogle korigovati kada bi se prevashodno uzele u obzir karakteristike ovih poslova i zahtevi koje praksa pred njih postavlja. Kako bismo u tome uspeali, dali smo prikaz uporednopravnih rešenja prisutnih na vodećim finansijskim tržištima (EU i SAD).

Analiza svakog pojedinog pravnog problema sa kojim se praksa susreće u poslovima sa finansijskim derivatima na OTC tržištu iziskivala bi rad mnogo većeg obima, a smatramo da u rasvetljavanju spornih pitanja u ovom domenu treba poći od onih najkrupnijih, prateći zakonodavnu tehniku eksplicitnog i širokog predviđanja izuzetaka za ovu vrstu poslova po uzoru na uporednopravna rešenja, a domaće zakonodavstvo je svakako potrebno dodatno unaprediti kako bi bilo u skladu prvenstveno sa evropskim tekovinama. Ne sumnjamo da će se takva harmonizacija i dogoditi u sklopu pristupanja Srbije Evropskoj uniji, međutim smatramo da zakonodavac mora biti precizan i konzistentan u sprovođenju harmonizacije budući da se u pitanja derivativnih transakcija upliću i mnoga opšta pravna pitanja koja su ovakvim poslovima umnogome neprilagođena (pre svega stečajna pravila) i da je potrebno izuzetke od određenih opštih pravila uvesti na mala vrata, preciznim predviđanjem i definisanjem tih izuzetaka.

Literatura

- CFA Institute. *n.d.* Volcker Rule & Proprietary Trading, pp. 1–3. Dostupno na: <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/volcker-rule>, (13. 2. 2021).
- Dodd, R. 2002. The Structure of OTC Derivatives Markets. *The Financier*, 9(1–4), pp. 1–5. Dostupno na: <http://www.financialpolicy.org/dscotcstructure.pdf>, (8. 1. 2021).
- Eremić, M. 2004. Razvoj i aktuelna struktura globalnog tržišta derivata. *Finansije*, 59(1–6), pp. 5–54.
- Financial Stability Board. 2018. *Incentives to centrally clear over-the-counter (OTC) derivatives, A post-implementation evaluation of the effects of the G20 financial regulatory reforms.*

- Dostupno na: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070818.pdf>, (11. 1. 2021).
- G20. 2009. *Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*. Dostupno na: https://ec.europa.eu/archives/commission_2010-2014/president/pdf/statement_20090826_en_2.pdf, (27. 3. 2021).
- Gray, S. & Place, J. 1999. *Financial Derivatives, Handbooks in Central Banking No. 17*. London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England. Dostupno na: <https://ideas.repec.org/b/ccb/hbooks/17.html>, (25. 1. 2021).
- Harding, P. 2010. *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*. Third Edition. Boston: Pearson.
- Heckinger, R., Ruffini, I. & Wells, K. 2014. Over-the-Counter (OTC) Derivatives. In: *Understanding Derivatives: Markets and Infrastructure*. Federal Reserve Bank of Chicago, pp. 27–38. Dostupno na: <https://www.chicagofed.org/publications/understanding-derivatives/index>, (28. 1. 2021).
- International Monetary Fund. 1998. *Financial Derivatives*. Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, BOPCOM98/1/20. Washington. Dostupno na <https://www.imf.org/external/bopage/pdf/98-1-20.pdf>, (12. 1. 2021).
- International Organization of Securities Commissions. 2010. *OTC Markets and Derivatives Trading in Emerging Markets Final Report*. Dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD330.pdf>, (11. 1. 2021).
- Jovanović, N. 2011. Novi zakonodavni „mućak“ Srbije u MiFID okruženju. U: Radović, V. (ur.), *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije*. Beograd: Pravni fakultet, pp. 228–304.
- Kasilingam, R. n.d. *Financial Derivatives*. Puducherry: Pondicherry University. Dostupno na: <https://backup.pondiuni.edu.in/sites/default/files/downloads/Financial-derivatives-260214.pdf>, (11. 1. 2021).
- McDonald, R. 2013. *Derivatives Market*. Third Edition. Boston: Pearson.
- Mitić, M. 2008. Računovodstvo finansijskih derivata. *Bankarstvo*, 11–12, pp. 52–61. Dostupno na: https://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2008/11_12/B11-12-2008-Mitic.pdf, (24. 1. 2021).
- Moles, P. 2011. *Derivatives*. Edinburgh: Edinburgh Business School, Heriot-Watt University. Dostupno na: <https://docplayer.net/21086104-Derivatives-peter-moles-de-a2-engb-2-2011-1012.html>, (11. 1. 2021).
- Nordic Securities Association. n.d. *Position paper – OTC Derivatives*. Nordic Securities Association. Dostupno na: <https://www.vpff.no/content/download/1171/7074/version/1/file/NSA+position+paper+on+OTC+derivatives.pdf>, (11. 1. 2021).
- OECD. 2011. Regulatory Reform of OTC Derivatives and Its Implications for Sovereign Debt Management Practices. *OECD Working Paper on Sovereign Borrowing and Public Debt Management No. 1*. doi: <https://doi.org/10.1787/5k9gz2n0sgq2-en>, (11. 1. 2021).
- Rudić, S. 2016. *Uloga derivata u upravljanju valutnim rizicima na finansijskom tržištu*. Doktorska disertacija. Beograd: Beogradska bankarska akademija.
- Schinasi, G. et al. 2000. *Modern Banking and OTC Derivatives Markets – The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk*. Washington: International Monetary Fund. Dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/203/>, (25. 1. 2021).

- Sharma, S. 2011. Over-the-Counter Derivatives: A New Era of Financial Regulation. *Law and Business Review of the Americas*, 17(2), pp. 297–315. Dostupno na: <https://scholar.smu.edu/lbra>, (25. 1. 2021).
- Singh, R.R. 2013. Introduction to Derivates. In: Sarva, M.K. (ed.), *Financial Derivatives*. Phagwara: Lovely Professional University, pp. 1–16. Dostupno na: https://ebooks.lpude.in/commerce/mcom/term_4/DCOM510_FINANCIAL_DERIVATIVES.pdf, (13. 1. 2021).
- Sovilj, R. 2016. *Pravni režim ograničenja rizika u poslovanju trgovaca hartijama od vrednosti*. Doktorska disertacija. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Sovilj, R. 2019. Legal Aspects of Globalization and Integration of the Financial Markets – Case Study of Serbia. In: *Towards a Better Future: Democracy, EU Integration and Criminal Justice: conference proceedings, Vol. 2*. Bitola: „St. Kliment Ohridski“ University, Faculty of Law – Kičevo, pp. 160–170.
- Vičić, M. 2018. Direktiva EU o ugovorima o finansijskom obezbeđenju. *Evropsko zakonodavstvo*, 66, pp. 143–158.
- Vičić, M. 2020. Republika Srbija kao ugovorna strana ISDA okvirnog ugovora o trgovini finansijskim derivatima. *Pravo i privreda*, 58(2), pp. 329–343. doi: 10.5937/PiP2002329V.
- Vuković, D. 2012. Trgovinski repozitorijum – nova infrastruktura tržišta OTC derivata. *Bankarstvo*, 41(4), pp. 32–41. Dostupno na: <http://scindeks.ceon.rs/article.aspx?artid=1451-43541204032V>, (11. 1. 2021).

Pravni izvori

- Dodd-Frankov zakon. H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 111th Congress (2009-2010). Dostupno na: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text>, (12. 2. 2021).
- Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (15. 2. 2021).
- Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>, (15. 2. 2021).
- Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32002L0047>, (14. 2. 2021).
- Zakon o bankama, *Službeni glasnik RS*, br. 107/2005, 91/2010 i 14/2015.
- Zakon o deviznom poslovanju, *Službeni glasnik RS*, br. 62/2006, 31/2011, 119/2012, 139/2014 i 30/2018.
- Zakon o finansijskom obezbeđenju, *Službeni glasnik RS*, br. 44/2018.
- Zakon o obligacionim odnosima, *Službeni list SFRJ*, br. 29/1978, 39/1985, 45/1989 - odluka USJ i 57/1989, *Službeni list SRJ*, br. 31/1993, *Službeni list SCG*, br. 1/2003 - Ustavna

povelja i *Službeni glasnik RS*, br. 18/2020.
Zakon o robnim berzama, *Službeni glasnik RS*, br. 52/2019.
Zakon o stečaju, *Službeni glasnik RS*, br. 104/2009, 99/2011 – dr. zakon, 71/2012 – odluka US, 83/2014, 113/2017, 44/2018 i 95/2018.
Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020.
Odluka o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima, *Službeni glasnik RS*, br. 76/2018.
Odluka o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima, *Službeni glasnik RS*, br. 85/2011 i 62/2013.
Odluka o načinu prebijanja dugovanja i potraživanja po osnovu kreditnih poslova sa inostranstvom u devizama, *Službeni glasnik RS*, br. 50/2013.
Uredba o načinu prebijanja dugovanja i potraživanja po osnovu realizovanog spoljnotrgovinskog prometa robe i usluga, *Službeni glasnik RS*, br. 59/2013.

Marija S. Vičić, MA

Attorney at law, Belgrade, Serbia

e-mail: marija.vicic@karanovicpartners.com

LEGAL REGULATION OF OTC FINANCIAL DERIVATIVES TRADING

Summary

Author explains legal regulation of OTC financial derivative trading on the leading financial markets (USA and EU) as well as shows uniform regulations developed in international legal environment, and separately explains legal framework of the said question in positive Serbian law. Author elaborates main current legal issues related to financial derivatives transactions on the OTC market to which domestic participants are exposed during the operations in Serbian territory but also in cross-border operations. Finally, the author provides concrete proposals for further improvement of disputable legal issues by amending the regulatory framework in line with comparative legal regulations and regulations developed by the international community. Purpose of this article is to bring the attention of legal experts in Serbia to certain inefficient solutions in currently applicable legal regulations related to financial derivatives on the OTC Market, as well as to serve to legal practice as guidance for practical solving the disputable legal issues in particular transactions which have become frequent also for domestic participants on the capital market.

Keywords: financial derivatives, OTC market, capital market, foreign exchange operations, master agreement.

Primljeno: 31. 1. 2021.

Izmenjeno: 29. 3. 2021.

Prihvaćeno: 30. 6. 2021.