



**USAID**  
FROM THE AMERICAN PEOPLE

# USAID BUSINESS ENABLING PROJECT

COMMODITY EXCHANGE LAW IN CEE COUNTRIES –  
THE COMPARATIVE ANALYSIS

(KOMPARATIVNA ANALIZA ZAKONA O ROBNOJ BERZI U ZEMLJAMA  
CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE)

AUTHOR: ZAKLINA STOJANOVIC

**January, 2012**

This report is made possible by the support of the American People through the United States Agency for International Development (USAID). The contents of this report are the sole responsibility of Cardno Emerging Markets USA, Ltd. and do not necessarily reflect the views of USAID or the United States Government.

**Dr Žaklina Stojanović, vanredni profesor**

**Ekonomski fakultet Beograd**

## **UPOREDNI PRIKAZ ZAKONSKIH REŠENJA U OBLASTI BERZANSKOG ROBNOG POSLOVANJA U ZEMLJAMA U TRANZICIJI**

### **1. UVODNA RAZMATRANJA –**

#### **Osvrt na razvoj berzanske trgovine robom u zemljama u tranziciji (i Kini)**

Za pravilno dizajniranje zakonskog rešenja koje tretira oblast robnog berzanskog trgovanja u Srbiji, pored sagledavanja iskustava razvijenih tržišnih ekonomija, neophodan je i uvid u iskustva koja u tom pogledu imaju zemlje u tranziciji. One su po stepenu izgrađenosti tržišnih institucija nama bliže, a samim tim i značajne u pogledu prevazilaženja početnih problema dizajniranja sistema berzanskog trgovanja. Pri tome treba istaći da je Srbija ipak u specifičnom položaju u odnosu na ostale tranzicione ekonomije. Institucija berzanske trgovine robom nije nova na našim prostorima (Produktna berza Novi Sad funkcioniše od Decembra 1958. godine) Ipak, savremena robna berza je institut razvijenog tržišnog uređenja, a u početnoj etapi izgradnje tržišne ekonomije ne postoje odgovarajući uslovi za nesmetan razvoj berzanskog trgovanja. Iskustva zemalja u tranziciji pokazuju da su mnoge berze otvorene u početnim godinama tranzicije (zakonska rešenja koja regulišu oblast berzanskog trgovanje robom potiču iz 1990-tih) vrlo brzo zatvorene - bilo zbog nedostatka odgovarajuće robe kojom bi se trgovalo, bilo usled neadekvatnog državnog intervencionizma koji je ugušio slobodno formiranje cena robe na berzi. Tako je, na primer, u Rusiji u toku 1991. godine funkcionisalo oko 600 različitih berzi (Davis, 1998). U Kazahstanu je tokom 1992. godine osnovano samo u glavnom gradu oko 100 berzi (Peck, 1996). U Poljskoj je osnovano oko 200 pravnih subjekata sa svojstvom berze tokom 1990-tih (Borsdorf et al., 1998). Najveći deo ovih «berzi» danas je zatvoreno ili pretvoreno u veletržnicu budući da su trgovale «svačim i ničim standardizovanim». Definisane standardizovanih ugovora kojima će se trgovati bio je jedan od dodatnih problema, što znači da je pored adekvatne zakonske regulative neophodno posedovanje odgovarajućih znanja u pogledu upravljanja efikasnošću i afektivnošću berzanskog poslovanja (Stojanović, 2004).

U Rusiji su berze osnivane kao univerzalne i kao specijalizovane. One su nastale kao rezultat povlačenja države iz direktnog upravljanja ekonomijom. Na univerzalnim berzama se trgovalo svim što može da se ponudi na tržištu, a da za tim istovremeno postoji interes kupaca. Metod trgovanja je aukcijski. Vrlo često je na ovim berzama primenjivan princip barter aranžmana – razmena robe za struju ili naftu. Nestandardizovana roba i nedostatak mehanizama za izvršenje berzanski ugovorene kupoprodaje rezultovali su formiranjem komisija za arbitražu koje su morale da rešavaju mnogobrojne sporove (Frye, 1997). Samo su neke od mnogobrojnih berzi uspele da dizajniraju fjučers ugovor sa podlogom u robi izvoznog karaktera. Doprinos terminskog trgovanja ukupnom berzanskom trgovanju u Rusiji je relativno skroman. Ipak, u poslednje vreme značajnije se razvija elektronski sistem trgovanja standardizovanim ugovorima sa podlogom u robi (Peck, 2001).

U Kazahstanu je robna berza prevashodno formirana radi utvrđivanja fer cene za izvoz pšenice. U trenutku kada je država uvela kvote na izvoz, Kazahstanska međunarodna agro-industrijska berza - *International Kazakhstan Agro-Industrial Exchange (IKAE)* je organizovala trgovinu izvoznim kvotama za ovaj proizvod. U drugim azijskim zemljama u tranziciji, poput Uzbekistana i Turkmenistana, berze su organizovane kao čiste državne agencije, tj. forma berzanske trgovine u potpunosti je izigrana. Berza je imala ulogu kontrole izvozno-uvoznih poslova. Ukupna provizija

za obavljenju transakciju iznosila je 1% od ukupne vrednosti robe, pri čemu je 0,3% pripadalo berzi, 0,4% nadoknadama za usluge kliringa (kupovina i prodaja deviza za uvozno-izvozne poslove) i 0,3% za brokera. U takvim uslovima berza je bila ništa više od garanta izvršenja kupoprodaje deviza po zvaničnom kursu i naplate poreza. Ovakve berze ne doprinose razvoju tržišta i tržišnih odnosa.

Bazirano na tradiciji berzanske trgovine iz 1920-1930-tih godina, berze u Centralnoj i Istočnoj Evropi (Mađarska, Slovačka, Poljska, Češka, Rumunija i Bugarska) su imale nešto veću uspešnost. Osim robnih izvedenih hartija od vrednosti neke zemlje iz ove grupacije imaju iskustva i u razvoju finansijskih derivata. Većina formiranih berzi je univerzalnog karaktera. Na primer, u Bugarskoj lista berzanske robe sadrži poljoprivredne i nepoljoprivredne proizvode kojima se trguje u odvojenim sesijama dva puta nedeljno. Sofijska berza kreirala je fjučers ugovore na nekoliko poljoprivrednih proizvoda, od kojih su najuspešniji pšenica i brašno. Standardizovani ugovori na žitarice mogu se naći na berzi u Varšavi, dok se na berzi u Poznanu terminski trgovalo pšenicom i svinjama. U Rumuniji je u periodu 1992-2002. godina formirano 15 berzi (Paraipan, 2005). S druge strane, u Češkoj Republici je formirano 7 robnih berzi od kojih je većina specijalizovana za određenu vrstu robe. Na pet mesta se trgovalo isključivo robom bez odložene isporuke i plaćanja primenom metode aukcije (Rejnus, 2002). Ipak, najbolja iskustva u pogledu organizacije berzanske trgovine robom poljoprivrednog porekla nudi Budimpešta (Budapest Commodities Exchange - BCE). Prvi fjučers ugovor je ovde kreiran sa podlogom u kukuruzu. Kasnije su kreirani i finansijski derivati. Ova berza je direktno sponzorirana od berze iz Čikaga. Značajna iskustva nudi u formiranju jedne jedinstvene centralne klirinške kuće koja je zadužena za kliring na robnoj berzi i na berzi kapitala (*Central Clearing House and Depository Ltd. – KELER*). Država je dodatno podržala razvoj sistema berzanske trgovine subvencijama za robu uskladištenu u javnim skladištima po osnovu kojih se izdaje skladišnica. Skladišnica je istovremeno služila kao ugovor kojim se efektivno izvršava obaveza isporuke robe po osnovu ugovorenog terminskog posla na berzi (Borsdorf et al., 1998). Otuda je i uspešnost funkcionisanja sistema javnog skladištenja poljoprivrednih proizvoda jedan od oslonaca za razvoj terminske berzanske trgovine. Ipak, nagli pad trgovanja na BSE rezultat je nedovoljne orijentisanosti, između ostalog i standardizovanih elemenata ugovora, ka interesu hedžera. Kreiran je značajan obim «spekulativnog» trgovanja u početnim godinama funkcionisanja a na štetu dugoročnog razvoja terminske trgovine. Razvoj savremene robne berze se zasniva na interesu subjekata koji žele da se osiguraju protiv rizika promene cene osnovne robe koja se nalazi u podlozi izvedene hartije od vrednosti (Stojanović, 2004).

Iako u ovom pregledu nije dat detaljniji prikaz zakonskog rešenja primenjenog u Kini, kratak siže razvojnog puta berzanskog trgovanja u ovoj zemlji je zbog svojih specifičnosti uključen u tekst. Naime, u Kini je dozvoljeno slobodno formiranje cena svih količina mimo planiranih isporuka državi, koje su definisane po unapred određenoj (administrativnoj) ceni. Praktično, postoji obavezan otkup za određene količine, s jedne strane, i slobodno formiranje cena za sve količine koje izlaze izvan ovog okvira, s druge strane. Sa namerom da se dopusti što efikasnija razmena dobara, Kina je omogućila razvoj berze. Pod savetodavstvom eksperata iz SAD (CBOT) 1990. godine zvanično je formirana prva berza - *China Zhengzhou Commodity Exchange, CZCE*. Dodatno, zadatak eksperata je bio da pomognu formiranje fjučers ugovora sa podlogom u poljoprivrednim proizvodima. Prvi fjučers ugovor dizajniran je na pšenicu 1993. godine nakon čega je čak 40 organizacija počelo da se naziva berzom i da razvija terminsku trgovinu. Spekulacije koje su uslovile porast cena doprinele su porastu državnog intervencionizma. Određene su maksimalne dozvoljene cene. Istovremeno je propisan uslov da u svojstvu berze mogu da posluju samo one organizacije koje zadovoljavaju minimum kako u pogledu broja članova (najmanje 50), tako i obimu trgovanja (najmanje 5000 ugovora dnevno sa podlogom u jednoj robi). Tako je ograničen broj berzi i omogućena efikasnija kontrola. Dodatna redukcija je usledila 1998. godine kada je zbog racionalnosti kineska Vlada odlučila da spoji tri berze iz

Šangaja u jednu (Shanghai Futures Exchange – SFE) . Specifičnost kineskog pristupa ogleda se i u tome da je za mnoge berzanske robe prvo formirana trgovina na terminskom tržištu, dok je tek kasnije, uviđajući da terminsko tržište ne može dobro da funkcioniše bez spot tržišta, formirana dnevna trgovina.

## 2. PRIKAZ STRUKTURE IZABRANIH ZAKONSKIH REŠENJA

<b>RUSIJA – Zakon o robnoj berzi i berzanskom poslovanju</b>	<b>MOLDAVIJA – Zakon o robnim berzama</b>
Glava I – Uvodne odredbe	Glava I – Opšte odredbe
<i>Cilj zakona</i>	<i>Definisanje osnovnih pojmova</i>
<i>Pojam berze</i>	<i>Oblast primene zakona</i>
<i>Pojam berzanske asocijacije i udruženja</i>	<i>Pojam robne berze</i>
<i>Pojam berzanske robe</i>	<i>Vrste robnih berzi</i>
<i>Pojam berzanskog ugovora</i>	<i>Asocijacija i berzanski savezi</i>
<i>Vrste berzanskih ugovora</i>	<i>Osnovne funkcije robne berze</i>
<i>Pojam posredovanja u berzanskoj trgovini</i>	<i>Delokrug rada robnih berzi</i>
<i>Berzanski posrednici</i>	<i>Berzanska roba</i>
	<i>Berzanski posao</i>
	<i>Berzanski ugovor</i>
	<i>Berzanski posrednici</i>
Glava II – Osnivanje, organizacija i delatnost robne berze	Glava II – Osnivanje, organizacija i organi upravljanja
<i>Osnivanje berze</i>	<i>Delatnost berze</i>
<i>Izdavanje licence</i>	<i>Pravna forma</i>
<i>Prestanak rada berze</i>	<i>Izdavanje licence</i>
<i>Članovi berze</i>	<i>Prihodi berze</i>
<i>Vrste članova berze</i>	<i>Statut</i>
<i>Skupština članova berze</i>	<i>Pravila trgovanja</i>
<i>Statut berze</i>	<i>Članovi berze</i>
<i>Pravila trgovanja</i>	<i>Skupština berze</i>
	<i>Komitet</i>
	<i>Izvršni organi</i>
	<i>Komisije</i>
	<i>Arbitražna komisija</i>
	<i>Članovi berze</i>
	<i>Vrste članova berze</i>
	<i>Pravo pristupa berzanskoj trgovini</i>
	<i>Prestanak rada berze</i>
Glava III – Rad berze i berzanski učesnici	Glava III – Organizacija berzanskog trgovanja

*Učesnici u berzanskoj trgovini*  
*Učešće članova berze u berzanskom trgovanju*  
*Berzanski posrednici*  
*Licenciranje berzanskih posrednika*  
*Odnos posrednika prema klijentima*  
*Asocijacije berzanskih posrednika*  
*Kontrola i ekspertiza*  
*Garancija izvršenja terminskih ugovora (kliring) Rešavanje sporova*

*Glava IV – Regulisanje i kontrola rada robne berze*  
*Komisija za robne berze*  
*Funkcije Komisije za robne berze*  
*Nadležnost Komisije za robne berze*  
*Sankcije*  
*Državni komesar za robne berze*

*Berzanski učesnici*  
*Članovi berze u berzanskoj trgovini*  
*Brokerske asocijacije i udruženja*  
*Kliring i organizacija kliringa*  
*Garancija slobodnog formiranja cena*  
*Rešavanje sporova na robnoj berzi*  
*Samostalnost poslovanja robne berze*  
*Kontrola rada robne berze*

*Glava IV – Kaznene odredbe*

*Glava V – Prelazne i zaključne odredbe*

---

**UKRAJINA – Zakon o robnoj berzi**

---

Glava I – Opšte odredbe –

*Pravno ustrojstvo robne berze*

*Osnovni principi rada*

*Prava robne berze*

*Obaveze robne berze*

Glava II – Osnivanje i postupak registracije robne berze

*Uslovi osnivanja*

*Statut*

*Državna registracija robne berze*

Glava III – Članstvo na robnoj beri

*Uslovi za članstvo*

*Prava članova robne berze*

*Obaveza članova robne berze*

Glava IV – Upravljanje robnom berzom

*Organi upravljanja*

*Organizaciona struktura robne berze*

Glava V – Berzansko trgovanje i garancije

*Berzansko trgovanje*

*Garancija za izvršenje posla*

Glava VI – Berzanska trgovina i pravila

*Berzanske operacije*

*Berzanski brokeri*

*Pravila trgovanja*

Glava VII – Zaključne odredbe

---

---

**BUGARSKA - Zakon o robnoj berzi i veletržnici**

---

Glava I – Opšte odredbe –

*Definisanje robne berze i veletržnice*

Glava II – Komisija za robne berze i veletržnice *Organizacija*

*Nadležnost*

Glava III – Registracija i dozvole

*Zahtev za izdavanje dozvole*

*Postupak registracije*

*Prestanak važenja dozvole*

*Oduzimanje dozvole*

Glava IV – Robne berze –

*Osnivanje i upravljanje*

*Kliring i klirinška kuća*

*Članovi berze i arbitraža*

*Broker*

*Berzanski ugovori*

Glava V – Veletržnice

*Opšte odredbe*

*Organizacija i delatnost veletržnice*

*Ugovori*

Glava VI – Prinudne i kaznene odredbe

Prelazne i zaključne odredbe

---

---

**SLOVAČKA – Zakon o robnim berzama**

---

Prvi deo – Opšte odredbe

*Robna berza*

*Berzanska trgovina*

Drugi deo – Osnivanje

*Kapital berze*

*Statut*

*Dozvola za upis u registar*

Treći deo – Upravljanje

*Skupština*

*Berzanski komiteti*

*Direktor berze*

*Sekretar berze*

Četvrti deo – Članovi berze

*Članstvo*

*Osnovna prava i obaveze članova*

*Prestanak članstva*

Peti deo – Trgovanje

*Pravo trgovanja*

*Zaključivanje transakcija*

*Vrste transakcija*

*Kotacija*

*Arbitraža*

---

Šesti deo – Berzanski posrednici

*Brokери*

*Nadzor rada*

Sedmi deo – Supervizija i sankcije

*Supervizija*

*Sankcije*

Osmi deo – Prestanak rada berze

*Likvidacija*

Deveti deo – Prelazne i završne odredbe



### 3. ANALIZA OSNOVNIH POSTAVKI ZAKONSKIH REŠENJA

Prikaz zakonskih rešenja se zasniva na analizi legislative berzanskog trgovanja u izabranim zemljama - Rusiji, Moldaviji, Ukrajini, Bugarskoj i Slovačkoj. U ovom delu prikazan je pristup važnijim pitanjima regulative berzanskog trgovanja robom, kao što su pojmovno definisanje berze i berzanske roba, vrste berzanskih poslova, uređenje berzanskog trgovanja, kao i osnivanje, licenciranje, kliring i kontrola rada. Tekst različitih zakonskih rešenja u osnovi reguliše način osnivanja, upravljanje robnom berzom i trgovanje na berzi. Kako se tržišne institucije u izabranim zemljama, pa i berza, nalaze u početnoj etapi razvoja, izražena je specifičnost da pomenuta zakonska rešenja pribegavaju definisanju i posebnih pravnih garancija za aktivnosti koje se odvijaju na robnim berzama, a koje nisu poznate u razvijenom tržišnom svetu.

**Pojam:** Robna berza je organizacija sa pravnim subjektivitetom, koja vrši funkciju organizovanja i regulisanja trgovanja na određenom mestu u određeno vreme po unapred utvrđenim pravilima. U Rusiji i Moldaviji robna berza može imati filijale uspostavljene u skladu sa Zakonom. U Moldaviji zakon precizira i postojanje različitih vrsta berze – sa otvorenim i zatvorenim sistemom trgovine, specijalizovanih i univerzalnih. Ovde je u spisak uloga koju berza može da ima uključena i funkcija stvaranja mehanizma i uslova za stabilizaciju cena na tržištu.

Berza ima pravo da obavlja aktivnosti koje su direktno vezane za organizovanje trgovanja. Berza ne učestvuje direktno u trgovini ili posredovanju. Nema pravo sticanja akcija u drugim pravnim licima, osim ako se preduzeće ne bavi organizacijom trgovanja (ulaže se u osnivanje i rad neke druge berze).

Imajući u vidu pre svega veličinu tržišta koju pokrivaju, berze mogu učestvovati u formiranju asocijacija berzi ili saveza berzi, osim u slučaju da takvi savezi ograničavaju konkurenciju berzanskog trgovanja robom. Svi ugovori koji nastaju kao rezultat dogovora u uslovima ograničene konkurencije u berzanskoj trgovini u Moldaviji se, na primer, slovom zakona smatraju ništavim.

**Berzanska roba:** fizička roba određene vrste i kvaliteta, uključujući i standardni ugovor i tovarni list. U Moldaviji, odgovornost za proveru kvaliteta robe i garanciju kvaliteta snosi robna berza, dok u trenutku sklapanja berzanskog ugovora nije neophodno da se i poseduje roba (dozvoljena je mogućnost terminske trgovine). Većina zakonskih rešenja dozvoljava trgovanje fjučersima i opcijama.

**Berzanski poslovi:** u većini pomenutih zakonskih rešenja poslovi su vezani za međusobna prava i obaveze u pogledu stvarnih roba, ali i međusobnog prenosa prava i obaveza u pogledu stvarne robe sa odloženim periodom dostavljanja – forvard; međusobna prenos prava i obaveze u pogledu standardizovanih berzanskih ugovora – fjučersi i opcije; kao i druge transakcije u vezi sa razmenom robe, ugovora ili prava definisanih pravilnikom o trgovanju. U Moldaviji je prepoznat i arbitražni berzanski ugovor kao osnov za zaključenje berzanskog posla. Ovaj zakon detaljno precizira i obavezne elemente berzanskog ugovora, dok je obavljanje berzanskih poslova utvrđeno berzanskim pravilnikom čija je struktura takođe detaljno propisana. S druge strane, u Ukrajini zakon ne predviđa mogućnost postojanja terminskih ugovora niti se bliže bavi procedurom kliringa. U Slovačkoj, na primer, klijenti biraju da li žele da rade na spot sekciji (trgovina robom i forvard ugovorima po osnovu zaključnice) ili fjučers sekciji.

**Ko učestvuje u berzanskoj trgovini** – isključivo ovlašćeni berzanski posrednici – (1) brokeri koji mogu raditi u ime a za račun klijenta, u ime klijenta a za svoj račun, kao i u svoje ime a za račun klijenta; (2) dileri – koji rade u svoje ime i za svoj račun. U nekim zakonskim rešenjima je dozvoljeno berzansko posredovanje samo preko brokerskih preduzeća. S druge strane, u Rusiji berzanski posrednici mogu biti preduzeća, delovi složenih preduzeća i preduzetnici (registrovana fizička lica). Učesnici su dužni da imaju licencu odgovarajućeg tela koje je zaduženo za

nadgledanje sprovođenja zakona (u Rusiji Komisija za robne berze, u Moldaviji Komitet berze i td.).

**Osnivanje berze:** U Rusiji i Moldaviji osnivači mogu biti registrovana pravna ili fizička lica. U osnivanju ne mogu učestvovati državni organi, banke i udruženja koja su pravnim postupkom predviđenim ovim zakonom dobile status ovlašćenog trgovca na berzi, osiguravajuće i investicione kompanije i fondovi, društvene, verske i dobrotvorne organizacije i fondovi, fizička lica koja po sili zakona ne mogu učestvovati u privrednim delatnostima. Učešće bilo kog osnivača ili člana berze u kapitalu ne može preći 10%. Isto ograničenje u pogledu učešća u formiranju kapitala berze nalaže i zakon u Moldaviji. U ovoj zemlji zakon dozvoljava organizaciju berzanskog robnog trgovanja u formi akcionarskog društva ili društva sa ograničenom odgovornošću. Zakonom je određen minimalni osnivački kapital kojim mora da raspolaže berza. Ipak, zakonsko rešenje u Ukrajini, na primer, striktno zabranjuje mogućnost da se kao osnivač berze pojavi preduzeće u državnom vlasništvu koje zavisi od primanja iz državnog budžeta.

U Moldaviji licenciranje robnih berzi regulisano je posebnim zakonskim rešenjem. U Slovačkoj upis u registar i dozvolu za rad berze izdaje posebni državni organ. Pravo učestvovanja u trgovni imaju berzanski posrednici sa licencom. U Rusiji licencu izdaje Komisija za robnu berzu. U nekim zakonskim rešenjima suma osiguranja ne sme biti manja od 50% ukupnog kapitala u trenutku prijavljivanja za dobijanje licence. Učesnici na berzi, pored prava trgovanja, imaju pravo i učestvovanja u radu skupštine i drugih organa upravljanja berze, kao i pravo dobijanja dividende ukoliko je to internim pravilnikom rada na berzi utvrđeno. Učesnici imaju pravo i da iznajme svoju licencu drugom pravnom ili fizičkom licu.

U Rusiji članovi berze mogu imati status punog (pravo učestvovanja u trgovanju na svim sekcijama berze i pravo učešća i donošenja odluka na skupštini) i nepotpunog članstva (pravo učestvovanja u trgovanju na određenim sekcijama berze i pravo učešća u donošenju odluka na skupštini).

Organ upravljanja je skupština berze u Rusiji, ili u Moldaviji skupština članova i osnivača berze. U periodu između dve skupštine upravljanje berzom je u Moldaviji prepušteno Komitetu berze, dok je izvršni organ upravni odbor ili menadžer berze koji se ne smatra zaposlenim na berzi. Slično ustrojstvo je predviđeno ukrajinskim zakonom, pri čemu je kao kontrolni organ dodata interna revizorska komisija.

Berza ima statut i pravilnik o radu, čija je struktura vrlo često detaljno opisana zakonom. Neka zakonska rešenja detaljno opisuju i elemente ugovora kojim se može prometovati na berzi.

**Organizacija berzanskog robnog poslovanja:** Inostrana lica ne mogu imati status člana berze, ali mogu učestvovati u berzanskoj trgovini preko berzanskih posrednika. Pravo trgovanja fjučersima i opcijama imaju brokeri i dileri imenovani od strane odgovarajućeg tela ili u nekim zemljama i vlade (na pr. u Rusiji). Radi omogućavanja trgovanja fjučersima i opcijama berza je dužna da obezbedi sopstvenu elektronsku platformu i saldiranje (kliring sistem) ili da napravi ugovor sa odgovarajućom institucijom koja može da obezbedi usluga saldiranja. Kliring centar može biti nezavisna institucija od berze.

**Kliring centri** utvrđuju procedure i iznose plaćanja osiguranja za izvršenje terminskog posla i kompenzuju štete nastalih totalnim ili parcijalnim ne izvršenjem obaveza na osnovu zaključenih terminskih transakcija. Postoje i manje napredna rešenja. Na primer, u Moldaviji, procedura u slučaju ne izvršenja podrazumeva da ako član berze ne ispuni preuzete obaveze, o tome se obaveštava Komitet berze koji zatim publikuje početnu cenu utvrđenu ugovorom i likvidira ugovor. I pored toga, u ovoj zemlji postoji Kliring centar definisan po ugledu na rusko rešenje, s tim da je centar dužan da deponuje pravilnikom propisan iznos u Garancijski fond berze radi

obezbeđenja sigurnosti izvršenja berzanskog posla. Tako ostaje nejasno razgraničenje između vertikalne i horizontalne organizacije kliringa.

**Državno regulisanje poslovanja robne berze:** Licenciranje i kontrolu rada robnih berzi vrši Komisija za robne berze. Članove Komisije za robne berze imenuje vlada. Imenovanje se vrši po principu povezanosti područja rada imenovanih lica sa delokrugom rada robne berze. Robna berza vrši izdavanje licenci za rad robne berze, vrši obuku ili kontroliše izdavanje licenci za rad posrednika na berzi, kontroliše primenu Zakona u praksi i razmatra prijave učesnika o zloupotrebama na berzi i narušavanju zakonodavnog okvira poslovanja. Za svoje poslovanje Komisija je direktno odgovorna nadležnom državnom organu - vladi. Detaljno je opisano punomoćje Komisije za poslove koje može da obavlja u specifičnim situacijama (kao što su na primer oduzimanje licence, kontrola finansijskih izveštaja berze ili berzanskih posrednika, kao i propisivanje sankcija i kontrola izvršenja sankcija u slučaju da je narušen zakonom definisan okvir). Komisija u Rusiji, na primer, imenuje Komesara na berzi koji prati rad berze, učestvuje u radu na sastancima članova berze sa pravom savetodavnog glasa, ali sam ne preduzima akcije – jer prezentuje Komisiju za robne berze i sprovodi njene odluke.

#### **4. ZAKLJUČAK - Najznačajnije paralele između ustrojstva robne berze u trazičionim i tržišnim ekonomijama**

Tržište izvedenih hartija od vrednosti je prirodna evolucija spot tržišta. Prvo se razvija nestandardizovano tržište forvarda, a potom i standardizovano tržište fjučersa. Naveden sled događaja jedino nije potvrđen u Kini. U praksi je terminsko berzansko poslovanje dobilo na značaju u periodu finansijske revolucije 1970-tih, kada su na osnovu prethodnih iskustava u terminskoj trgovini robom (pre svega poljoprivrednim proizvodima – prvi fjučers je nastao 1848. Godine u SAD – Čikago) inicirani prvi ugovori sa podlogom u tzv. finansijskoj aktivni. Ubrzo su ovi ugovori dobili primat nad robnim izvedenim hartijama od vrednosti. Ipak, prva iskustva berzanskog terminskog trgovanja prirodno su vezana za razvoj fjučersa sa standardizovanim robnom podlogom. Zemlje u tranziciji su iskoristile specifičnosti inicirajući terminsku trgovinu robom različitog karaktera – i poljoprivrednom i nepoljoprivrednom. Ipak, samo su neke uspele da razviju trgovanje finansijskim derivatima.

Pre nego što se ustanovi terminska berza, neophodno je funkcionisanje spot tržišta podlogom za izvedene hartije od vrednosti. Ukoliko posmatramo našu zemlju, dve berze – Beogradska berza i Produktna berza Novi Sad, predstavljaju dovoljno dobru osnovu za razvoj terminskog trgovanja različitom aktivom, uključujući i robu. Logično je da će se po ugledu na savremeni razvijeni svet prvo terminsko trgovanje razviti u domenu izvedenih hartija od vrednosti sa podlogom u poljoprivrednim proizvodima. Na novosadskoj Produktnoj berzi i sada se trguje forvardima – (tzv. prodaja u zeleno se može posmatrati kao preteča terminskog trgovanja). S druge strane, postoji značajan interes subjekata u agroprivredi da unapred prodaju ili kupuju standardizovane poljoprivredne proizvode.

Preduslov za funkcionisanje savremene robne berze je adekvatna regulativa. Međutim, regulativa nije dovoljan uslov. Pored regulative, svakako treba imati u vidu da je potrebno i ispunjenje institucionalnih preduslova – stabilno funkcionisanje spot berze, razvijen sistem kliringa, kao i adekvatna kontrola i nadzor nad radom berze. Ovde treba dodati da je i sama berza odgovorna za adekvatno upravljanje razvojem spot i terminskog trgovanja (berza je odgovorna za definisanje standardizovanih ugovora i treba i sama da upravlja različitim rizicima – rizikom margina, rizikom dubine tržišta, rizikom baze i td.). Zato se iskustva drugih berzi posmatraju samo kao okvirna, jer je specifičnost ekonomije u kojoj se berza razvija bitna za definisanje čime će se i na koji način trgovati. Prethodna analiza različitih iskustava i strukture zakonskih rešenja u zemljama u tranziciji i Kini upravo potvrđuju ovaj zaključak.

Teorijski posmatrano, berza bi trebalo da bude institucija javnog karaktera neprofitno orijentisana. Ipak, savremena iskustva pokazuju da je održivost berzi veća ukoliko je reč o nezavisnim institucijama, odvojenim od države. Stoga su mogući i različiti oblici pravnog ustrojstva – forma akcionarskog društva ili društva lica sa ograničenom odgovornošću.

Pravilno ustrojena savremena berza nudi istovremeno instrumente spot trgovanja i instrumente upravljanja rizikom. Mogućnost spekulacija uvek postoji, ali je se ona različitim pravilima trgovanja u savremenim uslovima može svesti na neophodan minimum. O ovim mehanizmima kontrole veoma malo je vođeno računa u tranzicionim ekonomijama.

Kliring kuća može biti organizovana unutar berze ili van nje, kao nezavisna institucija. Iskustva razvijenih ekonomija pokazuju da se efekti poslovanja povećavaju ukoliko je kliring kuća u sastavu berze (vertikalni pristup). Ipak, činjenica da je za osnivanje klirinške kuće i uspostavljanje sistema kliringa neophodan značajan obim sredstava, uslovljava iskorišćavanje postojećih organizacija ovog tipa van berze. Posmatrano sa društvenog aspekta, uvek je bolje da postojeće organizacije iskoriste i da jedna klirinška kuća obavlja poslove evidencije i izvršenja plaćanja za više tržišta. Na primer, Kliring korporacija za opcije u Čikagu vrši kliring za šest različitih berzi u SAD. Horizontalni pristup daje prednost u pogledu nezavisnosti berze i manjih rizika jer je garantni fond u tom slučaju obaveza nezavisne klirinške organizacije, ali istovremeno berzi ukida mogućnost ostvarivanja zarade po osnovu kliringa. Stiče se utisak da zakonska rešenja u većini zemalja u tranziciji ovom pitanju nisu posvetila adekvatnu pažnju.

Na kraju, kontrola terminske trgovine u celini prepuštena je nezavisnom regulatornom telu, najčešće posebno formiranoj komisiji, dok je u nekim zemljama supervizija u delokrugu aktivnosti centralne banke. Supervizija tržišta izvedenih hartija od vrednosti uvek je ipak data onoj instituciji koja vrši i superviziju rada na spot tržištu. Neke zemlje u tranziciji koje direktno od strane države kontrolišu rad berze poznaju i instituciju Komesara na berzi. Ipak, jedno lice nikada nije dovoljno za kontrolu berzanskog poslovanja budući da supervizija u ovom slučaju obuhvata složene poslove.

## LITERATURA

Davis, J. D. 1998, 'Russian Commodity Exchanges: A Case Study of Organized Markets in the Transition Process, 1990-96', in *Economics of Transition*, vol. 6, no. 1, pp. 183-196.

Borsdorf, R., Figiel, S. and Uphaus, C. 1998, 'Grain Warehouse and Warehouse Receipt Evaluation Report', <http://www.usaid.gov/pl/grain.htm#CHAPTER3>

Peck, A.E. 1996. 'The Kazakhstan International Agro-Industrial Exchange: The Development of a Wheat Futures Market in Kazakhstan and Prospects for Growth', Report 6, Asian Development Bank Technical Assistance to the Government of Kazakhstan #2 448

Peck, A.E. 2001. 'The Development of Commodity Exchanges in the Former Soviet Union, Eastern Europe, and China', *Australian Economic Papers*, December, pp. 437-460.

Frye, T. 1997, 'Contracting in the Shadow of the State: Private Arbitration Commissions in Russia', Chapter 7 in J. D. Sachs and K. Pistor, editors, *The Rule of Law and Economic Reform in Russia*, Westview Press, pp. 123-138.

Rejnus, O. (2002). The Significance of Commodity Exchanges for Trade of Agricultural Products in the Czech Republic, and Prospects of their Future Development, *AGRIC. ECON.*, 48, 2002 (10): 467-472.

Paraipan, L. (2005). Organization and Prospects of the Romanian Commodities Exchange, *Romanian Business Digest* 2005.

Stojanović, Ž. (2004). „Razvoj terminske berze i upravljanje rizikom”, zbornik radova Menadžment – ključni faktori uspeha”, SymOrg 2004, IX Međunarodni simpozijum, Zlatibor 2004, (elektronsko izdanje)