

UDK: 336.761

Biblid 1451-3188, 14 (2015)

Год XIII, бр. 52-53, стр. 161–176

Изворни научни рад

Јелена БРДАР и Маја БОДРОЖИЋ¹

РЕФОРМА ТРЖИШТА ФИНАНСИЈСКИМ ДЕРИВАТИМА (ОТС) ПРЕМА УРЕДБИ О ЕВРОПСКОМ ИНФРАСТРУКТУРНОМ ТРЖИШТУ (EMIR) И АМЕРИЧКОМ DODD-FRANK ЗАКОНУ О РЕФОРМИ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА И ЗАШТИТИ ПОТРОШАЧА

ABSTRACT

The recent financial crisis has revealed major weaknesses in the functioning of the financial regulatory and supervisory framework, which eventually culminated in a global recession. Emergency interventions were necessary to stop the spread of deformation of monetary flows with systemic disorders during the crisis and to help the restoration of the normal functioning of financial markets. All these problems have affected the global factors to start thinking in new directions. In this respect, they expressed various initiatives, led by America and the European Union which were mostly affected by problems. As an important cause of the crisis that began in 2007 was the weakness of OTC financial derivatives markets. The weakening of the financial system increased systemic risk. In this paper, we review the creation of a new regulatory infrastructure. First, we emphasized the basic characteristics of the financial regulations of the European Union - EMIR (European Market Infrastructure Regulation) and the US Dodd-Frank law, then we singled out the Chapter VII of the above mentioned (Dodd-Frank: Title VII-Wall Street Transparency and Accountability) and at the end the analysis was expanded with the introduction and comparison of the above mentioned EMIR and Dodd-Frank regulation.

Key words: Financial crisis, OTC derivatives, EMIR EU regulations, Dodd Frank.

¹Универзитет у Новом Саду, Економски факултет Суботица, катедра за Финансије, банкарство и осигурање, е-маил: jelena_brdar@yahoo.com

1) УВОД

Недавна финансијска криза показала је велике слабости у функционисању финансијског регулаторног и надзорног оквира, што је на крају кулминирало глобалном рецесијом. Хитне интервенције биле су неопходне да зауставе ширење деформације монетарних токова са системским поремећајима током кризе и да се помогне обнови нормалног функционисања финансијских тржишта. Сви ови проблеми утицали су на светске чиниоце да почну размишљати у другим правцима. У том погледу су изнесене различите иницијативе, у којима предњаче Америка и Европска унија, које проблем највише и погађа. Као битан узрочник кризе која је почела 2007. године наводи се слабост ОТС тржишта финансијских деривата. Слабости тадашњег финансијског система повећавали су системски ризик. У овом раду дајемо осврт на стварање нове регулаторне инфраструктуре. Истакли смо основне карактеристике нове Уредбе Европске уније – EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) и америчког Закона Dodd-Frank, затим издвојили поглавље VII наведеног Закона (*Dodd-Frank: Title VII – Wall Street Transparency and Accountability*) и на крају анализу проширили са поређењем наведених финансијских Регулатора Европске уније – EMIR и Dodd-Frank.

2) РАЗВОЈ РЕГУЛАТОРНИХ РЕФОРМИ НАКОН ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Међународни регулатори почели су да предузимају мере за санирање последица финансијске кризе. Сама криза била је повод да се креирају предуслови да регулатори прате трансакције на до сада нетранспарентним ОТС (*Over-The-Counter Market*) тржиштима. Избијање кризе оправдало је упозорења аналитичара и саветника који су упозоравали на недостатак информација на ОТС тржиштима. Заштита финансијског система била је онемогућена од ризика изложености дериватима, није била дата могућност регулаторима да смањују апетит учесника за претерано узимање ризика. Тржиште ОТС деривата је нетранспарентно јер су то уговори који се приватно закључују и информације су познате углавном само уговорним странама. Недостатак информација управо је и спречио регулаторе да открију ризике по датим трансакцијама. Излазак из кризе захтева отклањање слабости и узроке гомилања системског ризика. На основу широког политичког консензуса међу лидерима Г20 већ су успостављене регулаторне реформе на ОТС дериватним тржиштима, а у наредним деловима рада ћемо видети приступе.

Са самита лидера Г20, у завршном документу, дата је инструкција (тачка 13, алинеја 3).² „Свим стандардизованим формама уговора о ОТС треба трговати на берзи или електронским трговинским платформама, где је то одговарајуће, и обрачунавати их кроз централне партнере најдаље до краја 2012. године. Уговори о ОТС дериватима треба да се пријављују трговинским репозиторијумима. Уговори обрачунати изван центра треба да буду подвргнути вишим захтевом за капиталом.“ Након тога у 2010. години увели су обавезу да се убрза примена јаким мера за унапређење транспарентности и регулаторног надзора ОТС деривата на међународно конзистентан и недискриминаторски начин. Значајна питања која се анализирају су о транспарентности пре и после трговинске трансакције, маргине за деривате које нису у клирингу, приступ подацима у трговинском репозиторијуму и кризно управљање прекограничним клирингом. На пољу регулисања тржишта ОТС деривата значајан је предлог Уредбе ЕУ – EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) и допринос Dodd-Frank Закона о реформи финансијског тржишта и заштити потрошача. Наведени прописи усмерени су на испуњење обавеза Г20, да сви стандардизовани ОТС деривати буду на клирингу централних партнера (*CCP Clearing Houses*) најкасније до краја 2012. године и обавеза о извештавању трговинским репозиторијума о уговорима. Нове Уредбе стављају нагласак на транспарентност, на тај начин се системски ризик држи под контролом и подстицање учесника на повећање квалитета управљања ризицима од стране учесника.

3) УРЕДБА О ЕВРОПСКОМ ИНФРАСТРУКТУРНОМ ТРЖИШТУ (EMIR)

На подручју Европске уније 16. августа 2012. године ступиле су на снагу одредбе Уредбе (ЕУ) бр. 648/2012 Европског парламента и Већа од 4. јула 2012. године о ОТС дериватима, средишњој другој уговорној страни и трговинском репозиторијуму (даље: EMIR). Регулацивом EMIR покривена су три главна подручја: регулисање обавеза уговорних страна у трансакцијама ОТС деривата; ауторизација, услови пословања и надзор над другим средишњим странама; ауторизацију, услове и надзор над трговинским репозиторијумом.³

ОТС деривати или уговори о ОТС дериватима у смислу EMIR-а су уговори о дериватима који се не извршавају на уређеном тржишту. EMIR је

² Д. Вуковић, (2012) Трговински репозиторијум – нова инфраструктура тржишта ОТС деривата, *Банкарство Магазине* (4).

³ Интернет: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/296/emir.html>, 04.05.2015.

преузео дефиницију деривата из Директиве 2004/39/ЕЗ MiFID (*The Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC*). Циљ EMIR-a је смањивање ризика који произилази из ОТС уговора као и дефинисање услова под којима могу пословати средишње друге уговорне стране. Уведена је обавеза транспарентног извештавања надзорних тела о ОТС дериватима, како би надлежна тела унутар ЕУ могла надzirати и ако је потребно истражити оне трансакције које нису склопљене у складу са законским прописима и на тај начин контролисати системске ризике. Као што смо истакли уговоре о ОТС дериватима карактерисала је мања транспарентност у односу на остале финансијске инструменте јер се исти склапају под условима које договарају уговорне стране изван уређеног тржишта, те су подаци доступни само уговорним странама које учествују у трансакцији. У току финансијске кризе потврдило се да таква карактеристика уговора о ОТС дериватима повећава нестабилност на финансијском тржишту. EMIR је ради повећања транспарентности увео обавезу пријављивања свих детаља трансакција са ОТС дериватима трговинском репозиторијуму.⁴ EMIR даје правни оквир за регулисање и супервизију трговинских репозиторијума. Регулисаће се поред осталог услови за овлашћење и регистрацију, приступ и учешће у трговинским репозиторијумима, обелодањивање трговинских информација, стандарди извештавања и оперативно управљање. Трговински репозиторијуми биће обавезни да објављују збирне ОТС трговинске позиције по класама дериватних уговора. Ова обавеза је паралелна са предложеним проширењем извештавања о трговини и трансакцијама према последњој ревизији MiFID и MAD-a (*Market Abuse Directive / Regulation*) и примењиваће се на све трговине које подлежу обавези извештавања и CCP клирингу (*CCP-Central Counterparty*). EMIR настоји да смањи оперативни ризик подстицањем коришћења електронских платформи за документовање и управљање ОТС трговинама. У ширем напору да елиминише оперативни ризик и да повећа транспарентност тржишта Комисија предлаже измене MiFID по којима би се захтевало да трговине дериватима буду укључене у клиринг и да буду ликвидне и да се са њима тргује на организованим

⁴ Трговински репозиторијум је централозован регистар који води електронску базу података о закљученим ОТС дериватним трансакцијама. Поред ове примарне активности, трговински репозиторијум може да пружа друге услуге, као што су управљање уговорним догађајима и услуге спровођења трговине. Најновији су члан у инфраструктури тржишта (2006) и донедавно нису били регулисани. Примарни беневит репозиторијума за јавну политику је повећана транспарентност коју омогућава функција вођења података и интегритет информација којима располаже.

местима за трговину као што су берзе или електронске платформе. Носиоци обавезе примене Уредбе EMIR:

- Средишње друге уговорне стране CCP су правне особе које посредују између других уговорних страна у уговорима којима се тргује на једном или више финансијских тржишта, те постају купац сваком продавцу и продавац сваком купцу.
- Трговински репозиторијуми су правне особе које имају улогу централног места у ком се воде и прикупљају евиденције о трансакцијама дериватима.
- Финансијске друге уговорне стране укључују инвестициска друштва, кредитне институције, друштва за осигурање и друштва за реосигурање, UCITS фондове (*Undertakings for The Collective Investment of Transferable Securities*), друштва за управљање UCITS фондовима, фондове за пензионо осигурање и друге фондове.
- Нефинансијске друге уговорне стране укључују сва друштва основана на подручју ЕУ која нису финансијске друге уговорне стране, средишње друге уговорне стране или трговински репозиторијуми.
- Обавезе финансијских и нефинансијских других уговорних страна.
- За финансијске друге уговорне стране: обавеза поравнања трансакција OTC дериватима посредством средишње друге уговорне стране, за оне класе OTC за које ESMA (*The European Securities and Markets Authority*) техничким стандардима пропише такву обавезу (чл. 4. EMIR-a).
- За нефинансијске друге уговорне стране: обавеза поравнања трансакција OTC дериватима посредством средишње друге уговорне стране, ако и када пређу праг поравнања (чл. 10 ст.1 EMIR-a), за оне класе OTC деривате за које ESMA техничким стандардима пропише такву обавезу (чл. 4. EMIR-a).
- Обавеза пријаве свих трансакција трговинском репозиторијуму (чл. 9. EMIR-a).
- Обавеза придржавања управљања ризицима које EMIR прописује (чл. 11. EMIR-a) за оне трансакције за OTC дериватима за које ESMA није прописала обавезу поравнања.

EMIR је ступио на снагу 16.08.2012. године, међутим већина одредби почела је да се примењује након ступања на снагу техничких стандарда. Технички стандарди о OTC дериватима, извештавању трговинских репозиторијума и законима за ауторизацију трговинских репозиторијума и средишњих других уговорних страна ступили су на снагу 15.03.2013. године.

4) DODD-FRANK ЗАКОН О РЕФОРМИ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА И ЗАШТИТИ ПОТРОШАЧА

Иницијатива покренута у САД-у за усвајање Закона с намером да се осигура заштита потрошача од скривених накнада, злоупотреба и могућих обмана са којима се они суочавају. Dod-Frankovim Законом о реформи финансијског тржишта и заштити потрошача (*The Dodd–Frank eet Reform and Consumer Protection Act*), потписаним од стране председника Обаме 21. јула 2010. године, успоставља се посебно независно тело или Агенција задужена за заштиту потрошача, смештена при ФЕД-у, са јасним овлашћењем да осигура заштиту америчких потрошача како би добиле јасне, тачне информације које су им потребне приликом узимања хипотекарних кредита, кредитних картица и других финансијских производа. Агенција задужена за заштиту потрошача имаће овлашћења да испитује и контролише примену прописа за банке и кредитна удружења чија имовина прелази износ од 10 милијарди \$, затим за све хипотекарне послове (зајмодавца, сервисера, хипотекарног брокера), зајмодавца краткорочних позајмица, зајмодавце студентских кредита као и друге велике небанкарске финансијске компаније и агенције за извештавање потрошача. Банке и кредитне уније са имовином до 10 милијарди \$ или мање биће испитане по жалбама потрошача од стране одговарајућег регулатора. Новим решењима порески обвезници више неће сносити трошкове искупа пропалих финансијских институција које представљају опасност по интересе привредног сектора, напушта се правило „превелики да би пропали“. За такве институције предвиђена је ликвидација. Наметањем нових капиталних захтева, и оних у погледу задуживања, обесхрабрују се институције да постану толико велике како би биле сигурне да их држава може спасити. Ово се намерава остварити кроз успостављање ригорозних стандарда и надзора с једном јасном поруком да се мора заштити привреда, амерички потрошачи, инвеститори и компаније. Веће за надзор финансијске стабилности FSOC (*The Financial Stability Oversight Council*) задужено је за надзор над системским ризиком уз давање препорука ФЕД-у за увођење строжијих правила у погледу капитала, задужења, ликвидности, управљања ризиком и другим захтевима, према брзо растућим и комплексним компанијама које представљају ризик по здравље финансијског сектора. Од регулатора се захтева да имплементира прописе за банке, њихове филијале и холдинг компаније, којим би се увела забрана трговања за властити рачун, власничко повезивање и спонзорисање хец фондова и фондова ризичног капитала, као и да се ограничи било који вид партнерства банака са хец

фондовима и фондовима ризичног капитала. Веће је задужено да проучава и прати кретања на тржишту и даје препоруке регулаторима. Успоставља систем раног упозорења с намером да идентификује и решава системске ризике које са собом носе велике, сложене компаније, структурирани производи пре него што угрозе стабилност економије. Волкеровим правилом (*The Volcker Rule*), забрањује се банкама трговање за властити рачун осим одређених изузетака који се односе на пружање услуга одржавања тржишта, хецинга, обављање примарних брокерских услуга, управљања инвестицијама и саветодавним услугама код инвестирања.

Под случајевима трговања за властити рачун, према ФСОЦ-у, сматрају се они случајеви који имају обележја:⁵

- банка обавља послове трговине вредносним папирима с првенственим циљем генерисања профита од тих послова;
- банка нема формалну одговорност одржаватеља тржишта или изложеност према клијенту (изложеност према клијенту која није сразмерна нивоу трговања);
- банка је физички и/или оперативно одвојена од одржаватеља тржишта или других послова који имају контакт са купцем.

Транспарентност и одговорност за егзотичне финансијске инструменте: Елиминисати “рупе” које омогућавају праксу злоупотреба на тржишту и примену нерегулисаних финансијских ентитета укључујући ОТС деривате, вредносне папире покривене хипотеком, хец фондове, хипотекарне брокере и зајмодавце краткорочних позајмица. Уводе се нова, строжија правила у погледу транспарентности и одговорности рада кредитних рејтинг агенција с циљем заштите инвеститора и предузећа. Применом прописа ојачава се надзор и охрабрују регулатори да агресивно наставе са спречавањем појава: финансијске преваре, сукоба интереса и манипулације на тржишту од којих би користи имали појединци, а на штету америчких породица и компанија. У оквиру реформе праксе на хипотекарне кредите од зајмодаваоца се захтева да пре одобравања кредита утврде бонитет клијената-дужника банке, тј. да ли су у платежној могућности да сервисирају кредите. Успостављају се јединствени федерални стандарди за све стамбене кредите, при чему се финансијске институције задужују да осигурају инструменте и механизме наплате одобрених кредита. Забрањују се финансијски подстицаји за субприме кредите који подстичу кредитора да одобрава скупе кредите дужницима, укључујући и исплату бонуса и премија које

⁵М. Ganić, *Dodd Frank Zakon o finansijskoj reformi*, Univerzitet u Sarajevu, 2012.

зајмодавци плаћају брокерима да би повећали цену кредита. Уводе се казне и пенали за неодговорне зајмодавце. Зајмодавци и хипотекарни брокери који нису усклађени са новим стандардима сматраће се одговорним за штету проузроковану потрошачима у висини трогодишње каматне стопе и штете, уз сношење свих додатних трошкова укључујући адвокатске трошкове. Додатно се уређује заштита потрошача у смислу заштите од високих трошкова хипотекарних кредита. Проширује се заштита доступна под федералним правилима за скупе кредите – снижавање каматних стопа и бонуса, који детерминирају високе цене кредита. Кредитори морају да обелодане максимални износ до којег потрошач може да плати износ на променљиве каматне стопе за хипотекарне кредите, уз упозорење да ће исплата варирати у зависности од кретања и промене каматних стопа. У наредним деловима рада фокус ће бити на приступу Уредбе ЕУ и VII наслову закона Dodd-Frank који се односи на ОТС тржишта.

5) ПОГЛАВЉЕ VII ЗАКОНА О РЕФОРМИ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА И ЗАШТИТИ ПОТРОШАЧА

Поглавље VII – Dodd-Frank Закона ствара оквир за регулисање своп тржишта. Главни регулатори тржишта свопова су CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*) – Комисија за робу и SEC (*Securities and Exchange Commission*) – Комисија за хартије од вредности. Ове две регулаторне агенције треба да координирају како би донеле конзистентна правила и имплементирала их у пракси. Такође, истичу се захтеви за регистрацију учесника и великих трансакција које могу да угрозе стабилност финансијског система САД-а. Сврха поглавља VII Dodd-Frank Закона огледа се у развоју оквира за регулисање своп, деривативних тржишта који су у великој мери, као што смо и истакли, били одговорни за настанак финансијске кризе 2007. године због високог системског ризика. Према Dodd-Frank Закону постављају се захтеви да се са већином деривата, са којима се раније трговало на слободном ОТС тржишту, сада тргује на берзама. Трговцима са овим инструментима тражи се да поставе маргине и имају уговоре по ценама са трговања сваког дана. Важно је напоменути да нису сви дериватни уговори потребни да се реализују по Dodd-Frank Закону, већ се претпоставља да ће се са неким још увек трговати на ванберзанском тржишту. Закон даје регулаторима да имају шири овлашћења за добијање информација о овим дериватима и увођењу маржи и капиталних захтева за њих. Стандарди пословног понашања повећавају

транспарентност и интегрисаност тржишта и на тај начин умањују ризик. Захтеви за клиринг осигуравају од великих губитака. Регулатори ће имати бољу и прегледнију информисаност и моћи ће да доносе боље одлуке. Захтеви за повећаним извештавањем и већа доступност информација о ценама такође ће довести до веће ефикасности на деривативним тржиштима. Поглавље VII Dodd-Frank Закона у великој мери настало је за паралелно регулисање клиринга и размене трговања за своп инструменте и даља упутства за CFTC и SRC (*Safety Regulation Commission*) приликом израде правила. CFTC и SEC, 10. јула 2012. године, заједнички су објавили дефинисана правила о томе који финансијски производи су укључени а који су остали ван овог прописа.

6) КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА УСВОЈЕНИХ ПРАВНИХ РЕШЕЊА ПРЕМА РЕФОРМИ ТРЖИШТА ОТС ДЕРИВАТА

Оба приступа (ЕУ и САД) за регулисање ОТС тржишта деривата требало би да буду у светлу договора Г-20 лидера одржаног у Питсбургу 2009. Овај споразум предвиђа да сви стандардизовани ОТС деривативни уговори могу бити предмет трговине на берзама или електронским платформама трговања. Г-20 лидери сложили су се да деривативни уговори морају бити пријављени за трговину ризнице. Уредба Европског инфраструктурног тржишта (EMIR) и Dodd-Frank Закон у основи имају исти проблем. Оба Акта прописују опште дефиниције важеће за већину деривата. У САД-у девизни свопови и форварди могу бити изузети од прописа. Што се тиче регулаторних одговорности, трговање са дериватима у ЕУ и даље је под регулативом националних регулаторних тела и ССР-а (*CCP Clearing Houses*) правно лице које посредује између партнера. Европска комисија за хартије од вредности и тржишни орган (ESMA) имаће важну улогу у развоју техничких стандарда и у надгледању оних који нису чланице ЕУ ССР-а. У САД-у Dodd-Frank Закон омогућава дистрибуцију регулаторних одговорности између Комисије за робу CFTC која се бави своповима и Комисије за хартије од вредности SEC која се бави осигураним своповима. Што се тиче времена увођења оба прописа, већина одредби Dodd-Frank Закона и релевантних правила ступили су на снагу у јулу 2011. године, прописи Европске уније имали су за циљ ступања на снагу до 2012. Прописи ЕУ и САД-а су веома слични али постоје неке важне разлике између оба приступа. Ове велике разлике тичу се банкарских ограничења у трговању, одвајање трговине дериватима од банкарства, обавезне размене

трговине и клиринг правила власничких организација. Аутори Ј. Карел и Р. Гордон истичу следеће разлике у регулативама ОТС ЕУ и САД тржишта: Са становишта пословања комерцијалних банака приступ ЕУ није еквивалентан Dodd-Frank Закону који ограничава пословање деривативних активности банака.⁶ Слично, не постоји еквивалент у ЕУ за “*Volckerrule*” који ограничава власничке трговинске операције банкарских група. За разлику од САД-а, такође не постоји одредба која би омогућила да регулатори ограниче власништво ССР-а у ЕУ. У САД-у се потискује правило које значи сигурну владину помоћ. Банке ће морати да преместе одређене деривате у капитализовне афилијације. Постоје изузеци за САД – FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) осигуране банке за хеџинг активности и деривате који укључују дозвољена средства за банке (као што су каматне стопе и валуте деривата). Ови изузеци нису тренутно доступни за неосигуране филијале неамеричких банака. „Волкер правило” забрањује власничко трговање многим дериватима, неким регулисаним финансијским институцијама и филијалама. Власничко трговање укључује ангажовање главнице са трговачког рачуна банкарског субјекта у свакој трансакцији да купи или прода, стиче или располаже хартијама од вредности, дериватима, уговорима о будућим испорукама или опцијама трговања. Изузеци од Волкер правила за власничко трговање су институције *Ginnie Mae, Fannie Mae, Federal Home Loan Bank, Freddie Mac, Farmer Mac, Farm Credit System* институција. Они такође могу да се укључе у тржишно одлучивање о осигураним и активностима са хартијама од вредности које су иначе забрањење за власничко трговање у обиму неопходном да се задовоље разумни захтеви купаца. Остали изузеци су хеџинг или сличне активности ублажавања ризика, дизајнираних да смање специфичне ризике који проистичу из или у вези са покривеним инструментима. Банкама је дозвољено да купе или продају покривене инструменте у име клијената. Банкарским субјектима су дозвољене инвестиције у малим привредним друштвима и другим инвестицијама за промовисање јавне добробити. Они могу преузети инвестиције у покривеним инструментима од стране осигуравајућег друштва и њених продужница за општи рачун компаније. Банкарски субјекти се могу бавити власничким трговањем за неамеричка лица изван САД-а. Банкарска лица могу да продају или секјуритизују кредите (али не и да купују). Од свих тих изузетака, тржиште одлука је изгледа једна од главних рупа Волкер правила. Волкер правило такође

⁶К. Janda, G. Rausser, “Comparing American and European Regulation of Over-the-Counter Derivative Securities”, *European Finance and Accounting Journal*, 2011/6, pp. 1-13.

збрањује банкарским субјектима спонзорисање или улагање у хец или инвестиционе фондове. Ово ограничење је опет пример бројних изузетака. Спонзорство у контексту Волкер правила значи служи као општи партнер, члан управног одбора или старатељ, контролише фонд кроз моћ да изабере већину директора, повереника или менаџера. Веома важна институционална разлика између ова два приступа је да Dodd-Frank Закон захтева да трансакције, које су предмет клириншког услова, такође су обавезни предмет услова размене трговања. Развила се нова категорија мултилатералног трговинског уређења (SEF – *Swap Execution Facility*). ЕУ тренутно не предлаже да имају услов размене трговања за деривате, али се таква одредба може сматрати у оквиру ЕУ тржишне директиве финансијских инструмената (MiFID). Последњи велики простор разлика између ЕУ и САД-а су у приступу клиринг организацијама. У САД-у, CFTC и SEC су предложили правила Dodd-Frank Закона који ограничава удела у власничком капиталу. Према овом предлогу ССР би могао да се придржава једног од два алтернативна ограничења. Један лимит је да ниједан члан не може да има више од 20% гласачког капитала, а други да специјализовани финансијски ентитети не могу да имају више од 40% гласачког капитала. Алтернативна граница је да ниједан наведени финансијски субјект не може да има више од 5% гласачког капитала. У приступу ЕУ, носиоци значајних удела власништва у капиталу, директно или индиректно, морају бити достављени регулаторима који могу одбити одобрење ССР-а ако не сматра такве акционаре погодним. Не постоје посебна правила у ЕУ о удружењима од стране чланова и нико није укључен у предложене европске уредбе тржишне инфраструктуре (EMIR). Док ЕУ није предложила процентуална ограничења у клиринг организацијама, у пракси могу применити сличан стандард као САД. У наредној табели дат је приказ на које инструменте, ентитете и простор се поменути прописи односе.

Табела 1. Примена EMIR и Dodd-Frank закона

| | ЕУ: EMIR | САД: Dodd-Frank |
|-------------|---|--|
| Инструменти | Примена на широком спектру ОТС деривата. Спот девизне трансакције и одређене врсте робних трансакција су искључене. | Примена на свопове и обезбеђене свопове (увелико укључује опције, форварде, размене везане за интересе било које врсте). |
| Ентитети | EMIR се примењује на финансијске и нефинансијске институције. <i>Финансијске:</i> банке, инвестиционе фирме, осигуравајућа друштва, UCITS, пензиони фондови, приватни фондови (хеџ и инвестициони фондови). <i>Не-финансијски:</i> покрива било који други ентитет у ЕУ. <i>Изузеци:</i> EMIR се неће применити на централним банкама ЕУ, одређеним јавним институцијама и Банке за међународна поравњања. | Своп дилери и главни своп учесници: Dodd-Frank уводи комплетан сет захтева пред ове учеснике (капитал, маргину и пословно понашање). <i>Финансијски корисници свопова:</i> биће предмет клиринга, трговине, извештавања. <i>Крајњи корисници:</i> изузети од клиринга и трговања за своп. <i>Централна банка:</i> Изузета од клиринга и регистрације. |
| Географски | Клиринг обавеза се проширује на трансакције између финансијске институције, не-финансијске ако прелази праг клиринга и субјекта у трећој земљи ако је основану у ЕУ. | Још увек није јасна примена на на филијале и ентитете које нису чланице ЕУ. CFTC предлог: Захтеви: Примена за ентитет ван САД-а који има више од минимума своп активности са САД ентитетом. Трансакције захтеви: генерално важи за своп између особе ван САД-а и у САД-у. Филијале: Нису генерално третиране као засебна лица, за филијале САД банака и трансакције са неамеричким особама може да се испуни у складу са локалним прописима ако су упоредиви са CFTC. |

Извор: *Regulation of OTC derivatives markets*, ISDA, September 2012.

7) ПРИМЕНА ПРАВИЛА ОТС ДЕРИВАТА ЗА РАЗЛИЧИТЕ КАТЕГОРИЈЕ ЕНТИТЕТА

Дод – Франк Закон бави се питањима која се односе на извршење ОТС дериватних уговора на електронској трговини платформи, пост трговинској транспарентности и позицијама за робне деривате. ЕУ се бави овим питањима (и осталим који се односе на трговину и транспарентности деривата) у предлозима Директиве (MiFID), са новом Директивом преправљеном (MiFID 2) и новој ЕУ Уредби (EMIR).

Између различитих приступа постоји значајна блискост, али и разлике које смо истакли. И у САД и у ЕУ приступима постоји заједничка карактеристика у жељи да се одреде потребе клиринга и извештавања за широко дефинисане класе ОТС деривата и дају регулаторима коначну одлуку када се обавеза клиринга примењује. Режим клиринга у ЕУ је мање оптерећујући за крајње кориснике. У САД-у обавеза клиринга односи се на сваког ко тргује квалификованим уговорима, са уским изузећем за нефинансијске субјекте који уђу у одређене хеџинг трансакције. У ЕУ обавеза клиринга односи се на финансијске ентитете, не – финансијске који пређу одређену границу клиринга и поједине субјекте ван ЕУ. Такође, оба приступа уводе строга правила извештавања, пријављивање свих трансакција трговинским ризницама и да воде и чувају евиденцију о трансакцијама. Уводе се захтеви за маргином и капиталом за нерашчишћене ОТС деривате. У наредној табели могу се уочити приступи ЕУ и САД-а за правила ОТС деривата према различитим категоријама ентитета (дилери, финансијски и не – финансијски деривати).

Табела 2. Примена правила ОТС деривата
за различите категорије ентитета

| | Клиринг обавезе – примена на ОТС транзакције? | Обавезе извештавања – примена на ОТС транзакције? | Захтеви за маргином за ОТС транзакције? | Захтеви за капиталом за ОТС транзакције? | Овлашћење/ регистрација и пословно понашање, примена захтева? |
|----------------------------------|--|---|---|---|---|
| ОТС деривативни дилери | ЕУ: Да САД: Да | ЕУ: Да САД: Да | ЕУ: Да САД: Да | ЕУ: Да САД: Да | ЕУ: Да (под MiFID) САД: Да |
| Други финансијски ентитети | ЕУ: Да САД: Да | ЕУ: Да САД: Да | ЕУ: Да САД: Да | ЕУ: Да САД: Не, осим ако је главни своп учесник | ЕУ: Не, осим за постојећа секторска правила САД: Не, осим за главни своп учесник |
| Не- финансијски ентитети | ЕУ: Не, осим за не- финансијске стране чије позиције прелазе клиринг праг. САД: Да, али не – финансијски ентитети могу да се класификауј у за изузеће за хеџинг комерцијалн и ризик. | ЕУ: Да САД: Да | ЕУ: Да ако властите позиције пређу праг клиринга САД: Да | ЕУ: Не САД: Не, осим ако је главни своп учесник | ЕУ: Не САД: Не, осим за главни своп учесник |

Извор: *Regulation of OTC derivatives markets*, ISDA, September 2012.

8) ИЗВОРИ

- Bloink, R, “Does the Dodd-Frank Wall Street Reform Act Rein in Credit Default Swaps? An EU Comparative Analysis”, *Nebraska Law Review*, 2011, 89(4).
- Dodd Frank The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009” (H.R. 4173) by Barney Frank (D–MA) on December 2, 2009.
- European Market Infrastructure Regulation (EMIR): It is designated Regulation (EU) 648/2012, and it entered into force on 16 August 2012.
- Ganić, M, Dodd-Frank zakon o finansijskoj reformi, Univerzitet u Sarajevu, 2012.
- Janda, K., & Rausser, G, “Comparing American and European Regulation of Over-the-Counter Derivative Securities”, *European Finance and Accounting Journal*, 2011/6.
- McBride, P. M., “The Dodd-Frank Act and OTC derivatives: The impact of mandatory central clearing on the global OTC derivatives market”, *The International Lawyer*, 2010.
- Вуковић, Д, „Трговински репозиторијум-нова инфраструктура тржишта ОТС деривата”, *Банкарство*, 2012/4.
- Интернет: <http://www.sidley.com/news/us-and-eu-otc-derivatives-regulation—a-comparison-of-the-regimes-04-23-2012>, 05.05.2015
- Интернет: https://www.law.cornell.edu/wex/dodd-frank_title_VII, 04.05.2015.
- Интернет: http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm, 29.04.2015
- Интернет: <http://www.cftc.gov/lawregulation/doddfrankact/index.htm>, 28.04.2015

9) ЗНАЧАЈ ЗА РЕПУБЛИКУ СРБИЈУ

Предлози за дугорочну стабилизацију финансијског система представљени у научној литератури у пракси и институцијама задуженим за надзирање тржишта осликавају различита гледишта. Садржајно су сви предлози међусобно блиски. За стабилност финансијског система битно је успоставити опште оквире и принципе трговања. У савременим условима, напушта се принцип о либералном понашању на тржишту и успостављају се строжији пореци ради смањења системског ризика. „Превелики да би пропали” неће моћи више да рачунају на заштиту државе. Строжијим регулативама прописују се обавезе достављања података регулаторним

телима, транспарентност извештавања пре и након обављања трансакција, капитални захтеви учесницима. Упоредном анализом решења прихваћених у Dodd-Frank Закону о реформи финансијског тржишта и заштити потрошача (*The Dodd -Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), и Уредби о европском инфраструктурном тржишту (EMIR), аутори су указали на значај успостављања правних оквира и процедура за учеснике на ОТС тржиштима. Ово би требало да послужи као основа за анализу других полгавља обухваћених поменутиим правним актима. Коначно, ова студија указује на потребу континуираног праћења актуелних токова реформи међународног финансијског тржишта од значаја за финансијско тржиште Републике Србије.