

## ФИНАНСИЈСКИ ИНСТРУМЕНТИ КОЈИ НЕДОСТАЈУ ДОМАЋИМ ИНВЕСТИТОРИМА

### THE FINANCIAL INSTRUMENTS THAT LACK OF DOMESTIC INVESTORS

**Проф. др Перо Петровић**  
Институт за међународну политику и привреду Београд  
pera@diplomacy.bg.ac.rs

**Проф. др Александар Живковић**  
Економски факултет Универзитета у Београду  
aca@ekof.bg.ac.rs

**Резиме:** Развијање финансијског тржишта неопходно је убрзати у свим његовим сегментима. Један од најбољих начина да се домаћем тржишту капитала обезбеди ликвидност је привлачење нових инвеститора у хартије од вредности. Финансијски деривати су најмање познати финансијски инструменти на нашем тржишту. Управо њихово одсуство са финансијског тржишта намеће потребу за схватање њихове суштине и стварање услова за пословање њима, али и за ефектнији развој финансијског тржишта. Финансијски деривати јесу сложени финансијски инструмент изведен из базичних финансијских производа. Користе се као инструменти заштите од ризика али и у спекулативне сврхе. Деривати се обично деле према врсти базичних производа из којих се изводе, а то су деривати на хартије од вредности, на каматне стопе, деривате на стране валуте, итд. Најпознатији финансијски деривати су опције и фјучерси. Финансијски деривати, у ствари, представљају стандардизован уговорни однос две или више страна, а реализација уговорне обавезе зависи од испуњења претходно уговорених услова. Предмет уговора могу бити акције, каматне стопе, стране валуте, одређена врста робе, берзански индекс и друго. Домаћи инвеститори немају значајније искуство у вези пословања са финансијским дериватима, а њихово непознавање може изазвати значајније потресе на финансијском тржишту. Бројни примери краха банака, у свету, протеклих година, се управо везују за пословање са финансијским дериватима. Посебну пажњу треба обратити на регулисање пословања финансијским дериватима од стране централне банке.

**Кључне ријечи:** *finansijski instrumenti, investiciono bankarstvo, mocičnosti, razvoj, uticaj;*

**Abstract:** *The development of the financial market to accelerate in all its segments. One of the best ways to ensure the domestic capital market liquidity is to attract new investors in securities. Financial derivatives are*

*financial instruments, the least known in our market. Just their absence from the financial markets imposes the need for an understanding of their essence and creates the conditions for business activities, but also for the effective development of the financial markets. Financial derivatives are complex financial instrument derived from the basic financial products. They are used as hedging instruments but also for speculative purposes. Derivatives are usually classified into the types of basic products from which are derived, such as derivatives on securities, interest rates, derivatives on foreign currency, etc. The most famous financial derivatives are options and futures. Financial derivatives, in fact, represent standardized contractual relationship between two or more parties, and the realization of contractual liability depends on fulfillment of previously agreed conditions. The subject of the contract may be shares, interest rates, foreign currencies, and certain types of goods, stock index and more. Domestic investors have significant experience in the operations of financial derivatives, and their lack can cause significant turbulence in financial markets. Many examples of failures of banks in the world in recent years, is being linked to operations with financial derivatives. Particular attention should be paid to the regulation of financial derivatives operations by the central bank.*

**Keywords:** *financial instruments, interest rate, performance, development, impact;*

#### 1. УВОД

Развој финансијског тржишта је неопходан услов како би се превазишла или ублажила несташица капитала на српском тржишту, а тај развој може да се поспеше, између осталог и развојем финансијских деривата. Они настају из већ постојечих финансијских инструмената, одакле и назив деривати или изведенице.

Међутим, треба имати у виду да код послова са дериватима увек неко добија а неко губи. Најпознатији финансијски деривати су фјучерси и опције. Уопштено, стандардизовани финансијски инструменти могу бити предмет јавне понуде ако су утврђени правилима пословања организатора тржишта на лоје сагласост даје регулаторно тело. Хартије од вредности које се емитују на основу базних инструмената, односно средстава, представљају изведене или дериватне хартије. Од две врсте (фјучерси и опције) у овом раду пажњу ћемо посветити употреби опција (опцијалних уговора) којима се тргује на терминским берзама. Трговина овим инструментом подразумева знатно већи ризик него када су у питању други инструменти трговања картијама од вредности (премда се на опцијама, певасходно може зарадити велики новац, у зависности да ли цена базног инструмента на тржишту расте или пада).

Опцијама се, као и другим финансијским инструментима тргује на берзама или на ванберзанском тржишту. Међутим, сматра се да опције којима се тргује на организованим берзама имају неколико предности у односу на ванберзанске опције (страјк цена и датум истека опција стандардизовани су, ликвидније су, имају директну везу између купца и продавца и трансакциони трошкови су нижи). Треба имати у виду да је опција уговор у којем њен издавалац гарантује купцу право (али не и обавезу) да купи од њега или му прода одређени предмет из уговора по унапред дефинисаној цени у одређеном периоду или одређеног (фиксираног) датума у будућности. Потписник опције (њен продавац) то право гарантује њеном купцу у замену за новчани износ цене опције или опцијске премије.

Утврђена цена из уговора по којој се основно средство (базни инструмент опције) купује или продаје представља страјк цену. При томе је веома битан термин, односно датум после којег истиче важење неке опције и представља датум истека опције. Сви принципи садржани у опцијском уговору морају се стриктно поштовати.

## 2. ДЕРИВАТИ НА ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ

Деривати на хартије од вредности (*Equity derivate securities*) су финансијски инструменти који садрже одређено право у односу на конкретну хартију од вредности. Власник овог финансијског инструмента има право, да под одређеним условима испоручи или прими одређену количину конкретних хартија од вредности (нпр.инвеститор уместо да поседује

саму акцију поседује право на акцију којом се може трговати, иако није њен власник он може имати користи од пораста цене акција). Дакле, уместо да тргују директно обичним акцијама, инвеститори могу купити финансијске инструменте који садрже право на конкретној акцији или групом акција. При томе дериват не мора бити извршен, а често и није. Уместо тога, инвеститор може једноставно купити или продати ове деривате. Зараде или губици зависе од разлике између куповне и продајне цене деривата. Финансијски деривати могу бити креирани од стране предузећа или инвеститора.

(1) Деривати на хартије од вредности креиране од стране предузећа (*Corporate Created Equity Derivate Securities*)

У вези акција предузећа могу креирати *права* (rights), која припадају акционарима и подразумевају право прече куповине нових акција. Стицаоци права могу остварити ово своје право, могу га неискористити, или га продати на тржишту зато што омогућавају власнику куповину акција уз дисконт у односу на тренутне тржишне цене.

Варант представља право избора, креирано од стране предузећа за куповину одређеног броја обичних акција по одређеној цени у току одређеног времена, обично неколико година. Имаоци варанта могу их упутити предузећу у свако доба до времена доспелости, заједно са уговореним износом новца, и добити уговорени број обичних акција. Варанти су, често, повезани са обвезницама и преференцијалним акцијама. Предузеће их продаје са намером да емитовање ових хартија од вредности учини атрактивнијим. Као и код права варантима се тргује на берзама. За инвеститоре куповина конкретних обичних акција, на које се варанти односе.

Заменљиве хартије од вредности (*Convertible Securities*), заменљиве обвезнице и заменљиве преференцијалне акције, имаоцу дају могућност да буду замењене обичним акцијама истог предузећа. Оне садрже право на обичној акцији истог издаваоца, које се реализује на захтев власника заменљивих хартија од вредности<sup>41</sup>. Уколико се ово право не реализује, заменљива обвезница остаје да постоји до времена њене доспелости, док заменљива преференцијална акција може остати да постоји заувек. Заменљиве хартије од вредности своју вредност базирају на свом праву замене за предметну обичну акцију. Цене конвертибилних хартија од вредности могу знатно флукуирати, зависно од тренутне

<sup>41</sup> На пример, на америчком тржишту, многе конвертибилне обвезнице не могу бити замењене у почетном периоду од 6 до 24 месеца.

трговине сличним хартијама од вредности са фиксним доходком, као и трговине предметних обичних акција.

(2) Деривати на хартије од вредности креирани од стране инвеститора (*Investor-Created Equity-Derivative Securities*) су опције и фјучерси. Постоје опције на берзанске робе и на финансијске инструменте. На развијеним тржиштима јављају се следеће финансијске опције: опције на акције, опције на берзанске индексе, опције на стране валуте и опције на каматне стопе.

Опције (*Опцион*) представљају право али не и обавезу да се купе или продају акције (или други финансијски инструменти) у току одређеног периода по одређеној цени. Деле се на две врсте: пут и кол. Њих не креирају предузећа, већ инвеститори одређују захтеве у вези трговине конкретном обичном акцијом. Пут (*Пут*) је право да се прода одређени број акција по одређеној цени у току одређеног периода. Кол (*Цалл*) је право да се купи акција по утврђеној цени у току одређеног периода. То значи да кол (пут) опција даје купцу право на куповину (продају) одређене акције по одређеној цени у току одређеног периода, обично у току неколико месеци.

У пракси, они који купују кол опцију надају се да ће цена предметне обичне акције расти, што би овој акцији повећало вредност. Они који купују пут очекују да ће цена предметне обичне акције пасти, што би повећало вредност пут опције. Обе врсте опција креирају инвеститори који очекују супротна кретања од њихових купаца. Продавци (креатори) опција примају премију, док купци опција плаћају ову премију. Кад се једном опција креира и прода, њоме се може трговати и на секундарном тржишту.

Купци опција стичу право на обичне акције уз познату премију, што је максимум који могу да изгубе. Уколико је купац опције исправно проценио кретање цене обичне акције, користи су веће у односу на куповину обичне акције, због мање инвестиције. Међутим, процена може бити погрешна. Продавци опција зарађују премију, и у крајњем случају добијају или губе, у зависности од тога да ли су њихова очекивања, у трансакцијама, исправна или не. Опцијама се тргује на берзанском или ванберзанском тржишту, као, уобичајено стандардизованим (по правилима развијених тржишта) финансијским инструментима<sup>42</sup>.

Фјучерс уговори (*Futures Contracts*) су споразуми који одређују будућу размену

конкретног тржишног материјала по одређеној цени. Могу се односити на робу, берзанске индексе, готовину, државне записе, државне обвезнице, банкарске серфитикате о депозиту. Овим уговорима се тргује на организованим тржиштима. Продавац оваквог уговора се обавезује да испоручи предмет уговора дана предвиђеног за испоруку а за узврат добијају одређени износ новца од купца. Исплата се не тражи до времена испоруке, али се полаже депозит, који је мали у односу на вредност уговора.

На развијеном финансијском тржишту појављују се две врсте трговаца фјучерс уговорима: хедџери (*hedgers*) и шпекуланти (*speculators*). Хедџери покушавају да смање ризик промене цене предмета уговора у теку неког будућег периода. На пример, куповином фјучерс уговора, хедџер може уговорити одређену цену за неки финансијски инструмент и бити заштићен од неповољног кретања цена. Слично томе, продавци ових уговора могу себе заштитити од пада цена. Шпекуланти, с друге стране, прижељкују зараду од неизвесности која ће се догодити у будућности. Уколико очекују да цене расту (падају) уговори ће бити купљени (продати). Исправне процене могу довести до великих зарада. У доба финансијске кризе на тржиштима су се појавиле и опције на фјучерсе (*Опцион он футурес*) којима се све више тргује.

### 3. ОПЦИЈЕ НА АКЦИЈЕ

На финансијском тржишту опције на акције кол (пут) дају имаоцу право, али не и обавезу, да купи (прода) конкретне акције у току одређеног периода по одређеној цени. Креирају их инвеститори, индивидуални или институционални, и продају другим инвеститорима. Предузећа чије су обичне акције предмет опција немају директну корист од ових трансакција нити су одговорна за извршење пут и кол уговора. Купац опција плаћа продавцу премију која представља опциону цену (*option price*) или опциону премију (*option premium*). Цена по којој се акција из опција може купити или продати представља извршну или страјк цену (*exercise price, strike price*).

Кол опција даје имаоцу право да купи одређени број конкретне обичне акције по одређеној цени у одређеном периоду. На пример, Y тромесечна кол опција, узутврђену цену од 50 динара по акцији, даје купцу право да купи, рецимо 100 акција предузећа Y, за 50 динара по акцији од продавца опције у току наредна три месеца. Инвеститори купују кол опције

<sup>42</sup> У САД постоји Клириншка корпорација за опције (*Option Clearing Corporation – OCC*), која региструје, emituje, garantuje i poravnjava transakcije sa opcijama koje su na listingu berzi.

уколико очекују да цена конкретне акције расте, цена кол опције и обичне акције кретаће се у истом смеру. Дакле, кол омогућава инвеститорима да спекулишу на расту цене предметне обичне акције без куповине саме акције.

Пут опција даје купцу право да прода одређени број конкретне обичне акције по одређеној цени до одређеног датума. Уколико се пут реализује, акције се продају од стране купца пут уговора продавцу овог уговора, који је обавезан да прими испоруку акција и плати одређену цену. На пример, продавац Y тромесечне пут опције, од 50 дин по акцији, обавезан је да прими од имаоца ове пут опције одређени број акција предузећа Y, за које ће креатор платити 50 дин по акцији.

Инвеститор ће куповати пут опције уколико очекује да цена конкретне акције пада, јер ће вредност пут расти како цена акције пада. Дакле, пут омогућава инвеститорима да спекулишу на опадању цена акција без продаје конкретне акције.

Инвеститор може увек купити конкретну акцију уколико верује у перспективу издаваоца, или их продати. Уместо тога, креирана су индиректна права на акцији као алтернатива директној инвестицији. У пракси предности опција су следеће<sup>43</sup>: инвеститор, који купује кол опције, стиче право на предметној обичној акцији са много мањим инвестирањем него што је то случај са куповином саме акције. Купчев максимални губитак је познат од раније и уколико је опција неискоришћена, највише што купац може изгубити је цена опције. Опције могу обезбедити веће зараде у односу на оне од трансакција акцијама. Опције повећавају инвестиционе могућности, нудећи различите комбинације ризика и приноса. На пример, инвеститор може продати акцију и купити кол опцију, чиме смањује ризик продаје. Опције могу смањити укупне трошкове портфолио трансакција.

Време важења опција представља временски период у коме опција може бити извршена (обично у било које време до датума доспећа, укључујући и тај датум), међутим, у пракси време важења је различито, од опције до опције. Без обзира да ли купац опције изврши њену реализацију или не, опциона премија остаје њеном продавцу. Износ опционе премије је максимално могући добитак за продавца опције и, уједно, максимално могући губитак за њеног купца. Купац опције плаћа

само премију, и не мора полагати средства код клириншке куће. Продавац опције зарађује премију али преузима ризик могућег значајног губитка због неповољног кретања цена. За њега је неповољан раст цена предмет опције ако је продао кол опцију, односно пад цене ако је продао пут опцију. Сваки догађај који смањује цену акције смањује и вредност кол и повећава вредност пут.

Дакле, купац и продавац имају супротна очекивања у вези кретања цене предметне акције, као и саме опције: креатор кол очекује да цена акције остане непромењена или можда падне, купац кол очекује да цена акције скочи. Креатор пут очекује да цена акције остане иста или се повећа, купац пут очекује да цена акције падне.

Реална догађања на тржишту могу произвести три следеће ситуације<sup>44</sup>:

(1) Опција може истећи неискоришћена,

(2) Опција може бити искоришћена,

(3) Опција се може продати кол на секундарном тржишту другом инвеститору који жели да спекулише акцијама;

Многи инвеститори тргују опцијама, не извршавајући их. Они их једноставно продају на тржишту, као што би и обичним акцијама када би их имали. Пут акције функционишу на исти начин као кол, али у супротном смеру. Креатори састављају појединачни пут уговор и продају га за премију. Састављач верује да ће предметна, обична, акција вероватно задржати вредност или добити на вредности, а купац верује да ће вероватно изгубити на вредности. Међутим, као и у случају кол, могућа су и два друга правца дешавања. Прво, пут може остати неискоришћен, ако цена обичне акције није пала или није пала довољно да оправда извршење пут-а. Друго, власник пут-а може продати пут на секундарном тржишту уз зараду (губитак). Као и у случају кол многи купци пут опцију, на развијеним тржиштима планирају да препродају своје опције на тржишту опција радије него ли их изврше.

#### 4. ЗНАЧАЈ ОПЦИЈА

На савременим и развијеним финансијским тржиштима и индивидуални и институционални инвеститори састављају опције. Продавац кол опције закључује уговор о продаји права на конкретној акцији. Кол опција састављена за акцију поседовану од стране састављача назива се покривена.

<sup>43</sup> Николић, Љ., 2007, финансијски деривати, Правни живот, Београд, бр.13/2007, Том V, стр.115.

<sup>44</sup> Петровић, П., 2008, Финансијска и туристичка тржишта, ПМФ, Нови Сад, стр.121.

Уколико састављач не поседује акцију, реч је о непокривеној кол опцији, и од састављача се може захтевати испорука акције коју не поседује, уколико се кол извршава. Када састављач пут опције поседује акцију у питању је прикривени пут, у супротном је реч о непокривеном.

На пример, претпоставимо да је инвеститор купио 100 акција Цоца Цоле прошле године по цени од 40\$ по акцији. Тренутна цена ових акција износи 48\$ по акцији. Власник саставља (покривену) шестомесечну кол опцију, у којој је утврђена цена од 50\$ по акцији и прима премију од 4\$ по акцији. Уговорена количина је 100 комада акција. Уколико буде позван да исплати својих 100 акција, инвеститор ће примити 50\$ по акцији, плус 4\$ премије по акцији, уз укупну зараду по акцији од 14\$ по акцији (акција је купљена по 40\$). Међутим, инвеститор се одриче додате потенцијалне зараде уколико цена ових акција расте преко 50\$. Уколико цена порасте, рецимо 60\$, након што је кол продат, инвеститор ће зарадити по 14\$ по акцији али је могао да заради 20\$ по акцији да није саставио кол.

Код састављања непокривене кол опције, уколико кол није извршен, зарада састављача је једнака износу премије од 4\$ по акцији. Потенцијална зарада за продавца непокривеног кола је лимитирана на 4\$ по акцији. Потенцијални губитак је, међутим, велики. Уколико цена акција изразито расте састављач може изгубити више него што је примио као премију.

Састављачи пут опција прижељкују прижељкују премију управо као и састављачи кол опција. Састављач се обавезује да купи акцију по унапред утврђеној цени у току важења пут уговора. Уколико цена акције пада, купац пут може купити акцију и извршити пут испоручивањем акције састављачу, који мора платити утврђену цену. Међутим, састављач пут може бити обавезан да купи акцију, рецимо, за 50\$ када се она продаје на тржишту за 40\$ по акцији. Ово показује губитак (мања премија примљена од пут-а). Такође, састављаћ пут-а може купити идентичан уговор на тржишту. Наравно, уколико уколико је цена акција пала од када је пут састављен, цена пут-а ће порастати и састављач ће платити вишу цену него што је примио премију када је пут био састављен. Претпоставимо да је шестомесечни пут продат по утврђеној цени од 59\$ по акцији, уз премију од 4\$ по акцији. Продавац непокривеног пут-а примио је премију и нада се да ће цена акције мировати или да ће бити изнад утврђене цене. Како цена акције пада,

продавчева позиција је неповољна. Продавац губи новац, што у овом случају износи  $50\$ - 4\$ = 46\$$ . Губици су могли бити знатнији да је цена акција пала више. Цена пут-а ће расти све више и више како цена акција пада. То значи да продавац пут опције може да откупи уговор по знатно вишој цени<sup>45</sup>. Опцијски уговори су важни и индивидуалним и институционалним инвеститорима. Куповина кол опција је као куповина осигурања, јер кол представља осигурање на предметној акцији. Ако цена акције иде горе, тада вредност кол такође расте, али ако цена пада, власник кол је осигуран од губитака преко премије плаћене за кол. Премија или цена плаћена за кол, јесте трошак осигурања. Пут такође представља осигурање. На пример, инвеститор купује акције и истовремено купује пут на тој акцији. Ова стратегија штити инвеститора од неочекиваног снажног пада цене акције. Цена овог осигурања је цена пут-а.

## 5. ОПЦИЈЕ НА БЕРЗАНСКЕ ИНДЕКСЕ

*(Srock – Index Options)*

Опције на берзанске индексе представљају опције на конкретаном берзанском индексу, као што су С & П 500, на пример<sup>46</sup>. Опције на каматне стопе (Интерест Рате Оптионс) јесу опције на хартије од вредности са фиксним дохотком, као што су државне обвезнице. Инвеститори су, пре свега заинтересовани за ове прве<sup>47</sup>. Опције на берзанске индексе омогућавају инвеститорима да тргују на кретањима тржишта хартија од вредности или индустријским областима, на исти начин на који могу трговати појединачним акцијама. Дакле, инвеститори који очекују тржишни раст, може купити кол на тржишни индекс, док инвеститор који очекује пад тржишта може купити пут. Максимални губици у овим случајевима су унапред познати (премије). Потенцијални добитци могу бити велики. Инвеститор процењује укупно тржиште, не појединачне хартије од вредности. За разлику од опција на акцију које захтевају стварну испоруку акција код извршења, купци опција на индексе примају готовину у случају извршења уговора. Процентуално мали раст индекса може довести до великог раста зараде

<sup>45</sup> Charles P. Jones, Investments- Analysis and Management, John Wiley & Sons, INC, New York, 2004, str.455.

<sup>46</sup> Постоје опције за различите тржишне индексе, укључујући S&P 100 index, S&P 500 index, NYSE index, Russel 2000 index, Major Market Index, Japan Index, Eurotop Index, OTC Index i druge. Такође постоје опције за неке индустријске области. Pharmaceutical Index i Gold/Silver Index.

<sup>47</sup> Николић, Љ., 2007, Финансијски деривати, Правни живот, Београд, бр.13/2007, Том V, стр.119.

на опцији. Наравно могуће је кретање и на штету инвеститора. Уколико тржиште падне или стагнира, цела опцијска премија може бити изгубљена. Као и са сваком опцијом, међутим, инвеститор има ограничени губитак у познатом износу (плаћена премија). Инвеститори могу користити опције на индексе акција да би смањили ризик. На пример, инвеститор који поседује диверзификовани портфељ акција може бити неспреман да ликвидира свој портфељ, чак и у случају када је забринут у вези скорог пада тржишта. Куповина пут-а на тржишни индекс ће обезбедити неку заштиту инвеститору у случају да тржиште заиста падне. У ствари инвеститор купује вид тржишног осигурања. Губици на поседованом портфељу биће идентично надокнађени зарадом на пут-у. Уколико тржиште расте, инвеститор губи плаћену премију али зарађује задржавањем портфеља. Уколико је опција држана до истека важења и тржишни пад се није десио, инвеститор ће изгубити целу плаћену премију за пут што се може сматрати трошком набављеног тржишног осигурања. Опције на индексе могу бити корисне инвеститорима који немају капитал тренутно расположив за инвестирање али очекују раст тржишта. Куповина кол опција омогућиће оваквим инвеститорима корист од пораста цена. Наравно, премија би могла бити изгубљена уколико се предвиђања не испуне<sup>48</sup>. Инвеститори могу саставити и продати опције на индексе, ради спекулације или смањења ризика својих инвестиција. Међутим, као и у случају појединачних опција, ризик може бити велики. Уколико су продавачева очекивања тачна, зарада је лимитирана на износ премије, уколико су нетачна, продавац се суочава са потенцијалним губицима далеко већим од примљених премија. *Опција на страну валуту* представља право терминске куповине или продаје одређене валуте на тачно одређен датум у будућности по унапред утврђеном курсу. У случају кад је тржишни курс повољнији клијент опцију не мора извршити.

## 6. ТРЖИШТЕ ФЈУЧЕРСА (FUTURES MARKETS)

Савременим инвеститорима посебно је значајно тржиште фјучерса. Материјални производи и финансијски инструменти могу се продавати на спот тржишту, као и форвард (форвард) тржишту. Спот тржишта су тржишта за тренутну (неколико дана од наручивања робе) испоруку, по тренутној

тржишној цени. Форвард тржишта за одложу испоруку по цени производа за одложу испоруку.

Форвард и фјучерс уговори омогућавају инвеститорима контролу ризика неповољних кретања цене предмета њихових будућих трансакција, и код њиховог закључивања нема плаћања премије. Ове две врсте уговора су сличне, с тим што форвард уговори, по правилу нису стандардизовани а секундарне трговине њима готово да и нема. Стога је фјучерс уговор савременији облик уговора терминског типа.

Фјучерс уговори су стандардизовани преносиви споразуми који проистичу из одложене испоруке неке количине одређене робе или финансијског инструмента. Цена по којој ће ова размена бити извршена у уговореном року одређена је данас. Овим уговором се тргује на берзама<sup>49</sup>. Испрва се трговало само робним фјучерсима, који се заснивају на трговини робом, а потом се прешло и на финансијске фјучерсе који за основу имају берзански индекс, каматну стопу или страну валуту. Сада се фјучерс уговорима тргује готово на свим светским берзама. Важну улогу у свакој фјучерс трансакцији има клириншка кућа (Clearinghouse), јер се купци и продајци повезују са клириншком кућом која осигурава да сва плаћања буду реализована како је уговорено, због чега се депонује одређени износ на рачуну код клириншке куће. Она се стара о испуњењу уговора како купац и продавац не би направили пропуст. Сви учесници на тржишту фјучерса подељени су на хедере и спекуланте. Хедери продају или купују фјучерс уговоре са намером да смање ризик пословања са производима или финансијским инструментом наведеним у фјучерс уговору. Они намеравају да смање ризик од неповољних флукуација цене, те је то врста осигурања. Пословање без фјучерс уговора повезано је са потенцијално већим губитком, али, такође, и са већом могућом зарадом. Док пословање са фјучерс уговором смањује ризик губитка, али такође смањује и могући принос. Дакле хединг користе инвеститори који су несигурни у будуће кретање цена и желе да заштите себе од тога, уз одрицање од дела могућих зарада. Насупрот хедера, спекуланти (Спекулаторе) купују или продају фјучерс уговоре са намером да остваре зараду. Обично, за разлику од хедера, они не

<sup>48</sup> Николић, Љ., 2007, Финансијски деривати, Правни живот, Београд, бр.13/2007, Том V, стр.120.

<sup>49</sup> На пример, у САД дозволу за емитовање и промет фјучерса даје Комисија за трговину фјучерсом (Commodity Futures Trading Commission – CFTC). Последњих година постоји иницијатива да се финансијски фјучерси одобравају од стране комисије за хартије од вредности (SEC).

послују са материјалним производима или финансијским инструментима који су предмет фјучерса. Финансијски фјучерси који представљају уговоре на финансијским инструментима деле се у две групе: фјучерси на каматне стопе и фјучерси на индексе акција.

Инвеститори, са аспекта фјучерса на каматне стопе, покушавају да се заштите од неповољног кретања каматних стопа. Раст каматних стопа доводи до пада цена обвезница, али и зараде од фјучерса. Масовно коришћени каматни фјучерси су они који су изведени на државне обвезнице. Продавац овог фјучерса се обавезује да ће купцу фјучерса испоручити државну обвезницу одређене номиналне вредности у одређеном року пре њеног доспећа. Инвеститори могу желети и да шпекулишу са фјучерсима на каматне стопе. Уколико предвиђају раст каматних стопа, они ће продати један или више фјучерса, зато што раст каматних стопа обара цене обвезница и због тога цену фјучерс уговора. Наравно, опадање каматних стопа доводи до губитка за ове инвеститоре. На сличан начин инвеститори могу шпекулисати на паду каматних стопа купујући фјучерсе на каматне стопе. Уколико се пад обистини цене обвезнице и вредност фјучерс уговора ће расти. Зарада може бити велика, али и губици могу бити велики, уколико се каматне стопе крећу у неочекиваном правцу. Фјучерсе на индексе акција инвеститори могу користити како би се заштитили од пада тржишта. Продајући одређени број фјучерс уговора инвеститор се штити од тржишног ризика, али ризик не може бити елиминисан у потпуности. Опадање тржишта акција доводи до губитка на портфељу акција али и зарада на фјучерс уговоре. Са друге стране, шпекуланти који очекују раст тржишта купују фјучерсе на индекс. Могућности профилирања су велике, међутим, могућности губитака, такође, су велике. Шпекуланти који очекују пад тржишта продају фјучерс уговоре на индексе акција.

Опције на фјучерсе представљају нов финансијски дериват, на финансијском тржишту, који настаје комбинацијом опција и фјучерса. У стварности то је опција која у својој основи има неки фјучерс уговор, и њен рок доспећа подудара се са роком извршења фјучерс уговора. Ово је још један пример сталних промена на финансијским тржиштима где се развијају нови инструменти. Купац опције на фјучерсе има право да прода или да купи један назначен фјучерс уговор по уговореној цени и то до истека опционог уговора. При том постоје следеће опције (и кол и пут) на финансијске фјучерсе: опције на

девизни курс, опције на фјучерсе каматне стопе, опције на фјучерсне индекса акција, опције на производе пољопривреде, нафту, метале, дрвену грађу, и слично.

## ЗАКЉУЧАК

Пословање финансијским дериватима представља једну инвестициону алтернативу која недостаје домаћем финансијском тржишту односно домаћим инвеститорима. Међутим, домаћи инвеститори немају знање и искуство у вези пословања са финансијским дериватима, премда се они помињу у домаћем законодавству, што, наравно, само по себи није довољно. Потребно је ову област прецизније формулисати и створити услове за пословање са финансијским инструментима, уз нарочиту опрезност. Наиме, пословање са дериватима на неразијеном финансијском тржишту, какво је наше може изазвати значајне потресе. На то упућују бројни примери краха банака у свету, протеклих година, управо се везују за пословање са финансијским дериватима. Међутим, и у условима пословања финансијске кризе, то не умањује њихов значај, нити смањује обим њихове употребе. Многе банке, у окружењу, масовно користе финансијске деривате али у складу са ограничењима која су прописана законом о улагањима. С друге стране посебну пажњу треба обратити на регулисање пословања финансијским дериватима од стране централне банке, која прати трансакције на финансијском тржишту.

## ЛИТЕРАТУРА

- [1] Ћировић, М., *Банкарски менаџмент*, Економски институт, Београд, 1995.,
- [2] Малишић, А., 2007, *Иницијална јавна понуда*, Правни живот, Београд, тематски број, Том В, стр.79-89.
- [3] Петровић, П., *Менаџмент ризицима на тржишту капитала*, Институт економских наука, Београд, 2000.
- [4] Петровић, П., 2003, "Глобализација тржишта финансијских деривата", Рачуноводство, Београд, бр.1-2/2003; стр.101-106;
- [5] Петровић, П., Костић, Д., „Утицај Светске економске кризе на глобални валутни рат“, Међународни проблеми, ИМПП, Вол.ЛХВИИ, Београд, Но.4/2015;
- [6] Тодоровић, В., „Утицај финансијских ризика на профитабилност банака“,
- [7] Банкарство, 11-12/2003, Београд; Вићентијевић, Р., 2007, *Овлашћена банка као покровитељ емисије акција*, Правни живот, Београд, тематски број, 13, том V