

TEMELJNI PRIKAZ IZVEDENICA UZ POSEBAN OSVRT NA OPCIJE, OPCIJSKE I S NJIMA POVEZANE TIPSKJE UGOVORE

*Dinko Ivković, dipl. iur.**

UDK: 336.764.2(497.5)

347.44:336.764.2

DOI: 10.3935/zpfz.70.6.04

Pregledni znanstveni rad

Primljeno: prosinac 2020.

U radu se daje osnovni prikaz izvedenica s obzirom na njihovo značenje i položaj u hrvatskom pravu, uz poseban osvrt i analizu opcija, opcijskih ugovora te tipskih ugovora na temelju kojih se uobičajeno sklapaju transakcije izvedenicama izvan uređenog tržišta, uključujući transakcije opcijama. U prikazu vrsta opcija poseban naglasak stavljen je na opcije definirane odnosno inkorporirane u pojedine zakonske propise RH. U radu se analizira opcijski ugovor u kojemu je inkorporirano opcijsko pravo. Tipski ugovori prikazani su s obzirom na primjenjivo materijalno pravo: tipski ugovor koji se koristi na domaćem tržištu kapitala i na koji su primjenjive norme hrvatskog materijalnog prava te ugovor uobičajen u međunarodnim transakcijama na koje se primjenjuju odredbe engleskog prava ili prava države New York, u poslovnoj i pravnoj praksi poznat kao ISDA Master Agreement. Ugovor na temelju kojega se sklapaju izvanburzovne transakcije izvedenicama na domaćem tržištu i na koji je primjenjivo hrvatsko materijalno pravo razvijen je u okviru GIU Hrvatska udruga banaka i Udruge ACI – Hrvatsko financijsko tržišno udruženje pod nazivom Okvirni ugovor za transakcije izvedenim financijskim instrumentima. Analiza pokazuje da su osnovni pravni instituti na kojima počiva ISDA Master Agreement poznati i u hrvatskom pravu ili pak u primjenjivom europskom pravu.

* Dinko Ivković, dipl. iur., direktor u Pravnim poslovima, Privredna banka Zagreb d.d., Radnička cesta 44, 10 000 Zagreb; dinko.ivkovic@gmail.com; ORCID ID: orcid.org/0000-0001-9975-4299

Sadržaj, stavovi i mišljenja izneseni u tekstu predstavljaju isključivo osobne stavove autora a ne kreditne institucije u kojoj je zaposlen.

Sve to navodi autora na zaključak kako Okvirni ugovor za transakcije izvedenim financijskim instrumentima doprinosi značajnom smanjenju pravnih rizika te omogućava razumno upravljanje ostalim rizicima kojima se ugovaratelji izlažu sklapajući transakcije s izvedenim financijskim instrumentima.

Ključne riječi: izvedenice, opcije, opcijski ugovor, ISDA Master Agreement, Okvirni ugovor za transakcije izvedenim financijskim instrumentima

I. UVOD

Opcije kao i općenito izvedeni financijski instrumenti ili izvedenice sve se češće spominju i na hrvatskom tržištu kapitala iako su transakcije opcijama još rijetke i bez većeg ekonomskog ili financijskog značenja.

Razlog tomu je sigurno činjenica da hrvatsko tržište kapitala pripada među mlađa tržišta čiji razvoj će bitno biti određen i sposobnošću investitora da osiguraju stabilan odnos ponude i potražnje financijskih instrumenata koji se uobičajeno trguju na tržištima opcija te ostvare značajniji kontinuirani promet tim financijskim instrumentima.

Treba imati u vidu kako izdavanje i ulaganje u opcije od strane kreditnih institucija i investicijskih društava podliježe složenom postupku koji pretpostavlja udovoljavanje regulatornim zahtjevima koji za cilj imaju upravljanje regulatorno prepoznatim rizicima, u prvom redu kreditnim rizikom, kreditnim rizikom druge strane te tržišnim rizikom¹ (npr. izradu internog modela za kapitalne zahtjeve koji podliježu prethodnom odobrenju nadležnog regulatora), propisanim odredbama Uredbe (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe br. 648/2012 (dalje u tekstu: CRR) i Zakona o tržištu kapitala² (dalje u tekstu: ZTK).³

¹ Vidi o zahtjevima za izradu internih modela u: European Central Bank guide to internal models, rujan 2018., str. 3, dostupno na: https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/internal_models_risk_type_chapters/ssm.guide_to_internal_models_risk_type_chapters_201809.en.pdf.

² Narodne novine, br. 65/2018, 17/2020.

³ Za izradu internog modela za kapitalne zahtjeve vidi odredbe članka 143., članka 283. i članka 363. EMIR Uredbe te odredbu članka 172. ZTK-a.

Relativno mala zastupljenost opcija na domaćem tržištu kapitala nije probudila ni veći pravnoznanstveni interes za tom problematikom, pa su znanstveni i stručni članci koji se bave ovom problematikom kod nas još rijetki.⁴

Na svjetskim tržištima kapitala opcije su dobro poznat financijski instrument kojim se uobičajeno trguje, uključujući i na uređenim tržištima, od kojih je svakako najpoznatije tržište Chicago Board Options Exchange.⁵ Stoga u poredbenom pravu postoji značajna sudska praksa i pravna literatura koja se bavi opcijama i opcijskim ugovorima te izvedenicama općenito.

Izdavanje i trgovanje opcijama dio je prava tržišta kapitala, u okviru autonomnog trgovačkog prava. Značajniji izvor za ovu granu prava predstavljaju standardizirani i unificirani model-ugovori prema kojima se opsijske transakcije uobičajeno sklapaju. Ti ugovori u bitnome počivaju na načelu slobode uređivanja međusobnih odnosa među ugovornim stranama. U svijetu je svakako najpoznatiji tzv. *ISDA Master Agreement*, koji je izradila i predložila ISDA⁶ – International Swaps and Derivatives Association, dok se na tržištima kapitala pojedinih europskih država češće koriste ugovori koji su jednostavniji i prilagođeni institutima kontinentalnog prava. Primjerice, u Njemačkoj okvirni ugovor razvijen je u okviru Njemačke udruge banaka (Bundesverband deutscher Banken)⁷, u Francuskoj okvirni ugovor Francuske federacije banaka (Fédération Bancaire Française)⁸, a u Španjolskoj okvirni ugovor Španjolskog udruženja banaka (Asociación Española de Banca) i Španjolske konfederacije štednih banaka (Confederación Española de Cajas de Ahorros)⁹.

Po uzoru na europske zemlje u okviru GIU Hrvatska udruga banaka (dalje u tekstu: HUB) i udruge ACI – Hrvatsko financijsko tržišno udruženje (dalje u tekstu: ACI Hrvatska) sastavljen je model ugovora za trgovanje izvedenim financijskim instrumentima, baziran na materijalnim odredbama hrvatskog prava kao mjerodavnog za njegovo tumačenje.¹⁰

⁴ Usp. Slakoper, Z.; Štajfer, J., *Temeljna obilježja opsijskih ugovora i opcija*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 57, br. 1, str. 61 i sl.

⁵ Za više vidi <http://www.cboe.com/>.

⁶ Za više vidi www.isda.org.

⁷ Za cjeloviti tekst ugovora vidi <https://bankenverband.de/service/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaefte/rahmenvertrag-fur-finanztermingeschaefte/>.

⁸ Za cjeloviti tekst ugovora vidi http://www.fbf.fr/en/banking-issues/agreements/_87MD7R.

⁹ Za cjeloviti tekst ugovora vidi <https://www.ceca.es/eng/de-interes-sectorial/cmof/>.

¹⁰ Za cjeloviti tekst ugovora vidi <https://hub.hr/hr/standardni-ugovor-za-izvedene-financijske-instrumente-2014>.

Kroz ovaj rad daje se prikaz osnovnih vrsta financijskih izvedenica, uz detaljniji prikaz opcija; sklapanja i sadržaja opcijskog ugovora; pravna obilježja opcijskog ugovora; pravna priroda opcijskog ugovora te opći prikaz model-ugovora koji se koriste kod ugovaranja opcija kojima se ne trguje na uređenim tržištima.

II. POJAM OPCIJA U OKVIRU DEFINICIJE IZVEDENICA

I. Općenito o izvedenicama

Zakonsko definiranje pojma izvedenih financijskih instrumenata, skraćeno izvedenice ili derivativi (engl. *derivatives*, *derivative instruments*, njem. *abgeleitete Wertpapierart*), nalazimo u nekoliko pozitivnih propisa Republike Hrvatske, odnosno primjenjivih propisa Europske unije.

Prema definiciji sadržanoj u Zakonu o deviznom poslovanju¹¹ izvedeni financijski instrumenti su vrijednosni papiri ili ugovori čija se vrijednost mijenja prema promjenama vrijednosti financijskog instrumenta ili drugoga pravnog posla iz kojega su izvedeni.¹²

Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (dalje u tekstu: EMIR Uredba), izvedenice kojima se ne trguje na uređenim tržištima imenuje “OTC izvedenicama” ili “ugovorima o OTC izvedenicama” te ih definira kao “ugovor o izvedenicama koji se ne izvršava na uređenom tržištu”.¹³ Iako je definicija sadržana u EMIR Uredbi ponajprije tehničke naravi i “OTC izvedenice” definira uzimajući u obzir isključivo njihovu temeljnu *differentia specifica*, odnosno činjenicu da se njima ne trguje na uređenim tržištima, pojam “izvršavanja” ugovora na uređenom tržištu u hrvatskom prijevodu Uredbe ostavlja prostora za širu pravnu analizu u smislu njegove usklađenosti s općom i ustaljenom pravnom terminologijom hrvatskog prava općenito prema kojoj se pojam “izvršavanja” u prvom redu veže uz ugovore o nalogu, ili općeg obveznog karaktera u smislu odredbi Zakona o obveznim odnosima (dalje u tekstu: ZOO)¹⁴, ili pak naloge koji se sukladno ZTK-u izvršavaju za račun klijenta.

¹¹ Narodne novine, br. 96/2003, 140/2005, 132/2006, 150/2008, 92/2009, 133/2009 – Zakon o platnom prometu, 153/2009, 145/2010, 76/2013.

¹² Vidi odredbu članka 5. stavka 2. Zakona o deviznom poslovanju.

¹³ Vidi članak 2. točku 7. Uredbe.

¹⁴ Narodne novine, br. 35/2005, 41/2008, 78/2015, 29/2018.

Zakon o tržištu vrijednosnih papira iz 2002.¹⁵ u izmjenama i dopunama iz 2006. (dalje u tekstu: ZTVP) prvi put definira pojam “izvedenica” kao instrument trgovanja čiji su bitni sastojci izvedeni iz vrijednosnih papira, indeksa, valute, kamatne stope ili energenata, kojim se utvrđuje pravo ili obveza kupnje ili prodaje određenog vrijednosnog papira, valute, indeksa, kamatne stope ili energenta, neovisno o tome vrši li se namira u novcu ili isporukom predmeta kupnje ili prodaje.¹⁶

Važeći ZTK, kojim je u domaće zakonodavstvo prenesena Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (dalje u tekstu: MiFID II), u cijelosti je transponirao definiranje pojma izvedenica koja se definira u okviru višeg rodnog pojma financijskih instrumenata.¹⁷ ZTK zadržava naziv “izvedenica”. Za razliku od definicije iz Zakona o deviznom poslovanju, koja nastoji odrediti sadržaj izvedenica, ZTK izvedenice definira nabrajajući pojedine ugovore o izvedenicama na tržištu kapitala koji se ubrajaju u izvedenice.¹⁸

Stoga možemo zaključiti da definicije izvedenica postoje u nekoliko domaćih ili primjenjivih europskih propisa, pri čemu nijedan od navedenih propisa ne daje cjelovitu i sveobuhvatnu definiciju pojma izvedenica. Zanimljivo je primijetiti kako bi se iz ukupnosti definicija pojma izvedenice koji su prisutni u različitim propisima moglo doći do zaključka o biti i bitnim karakteristikama toga pravnog instituta: izvedenice predstavljaju pravo na kupnju ili prodaju određenog vrijednosnog papira, indeksa, valute, kamatne stope ili energenta inkorporirano u ugovor ili vrijednosni papir, kojima se trguje na uređenim tržištima ili izvan njih, čiji su bitni sastojci izvedeni iz vrijednosnih papira, indeksa, valuta, kamatnih stopa ili energenata, čija se vrijednost mijenja prema promjenama vrijednosti financijskog instrumenta ili drugog pravnog posla iz kojega su izvedeni, a namiruju se u novcu ili pak isporukom predmeta kupnje ili prodaje.

Sve ugovore o izvedenicama iz ZTK-a možemo u bitnome svrstati u četiri osnovne skupine: budućnosnice (engl. *futures*), unaprijedni ugovori (engl. *forward agreement*), zamjene (engl. *swap*) i opcije (engl. *options*).

¹⁵ Narodne novine, br. 84/2002, 140/2005, 138/2006, 88/2008.

¹⁶ Vidi odredbu članka 2. točku 18. ZTVP-a.

¹⁷ Usporedi odredbu članka 3. točku 24. Zakona o tržištu kapitala s Prilogom I, Odjeljak C, MifID II.

¹⁸ Vidi odredbu članka 3. točku 24. podtočku d) ZTK-a.

Ugovor o budućnosnicama (engl. *futures contract*) je sporazum o kupnji ili prodaji imovine (robe, valute, energenta i sl.) na određeni datum i po određenoj cijeni.¹⁹ Bitna karakteristika ugovora je da se u trenutku njegova sklapanja ne plaća cijena za ugovorenu robu.²⁰ Ugovori o budućnosnicama standardizirani su vrijednosni papiri koji se izdaju u seriji i kojima se trguje isključivo na burzama (engl. *futures exchange*).²¹ Povijesno prve budućnosnice bili su ugovori kojima se farmerima i trgovcima u Sjedinjenim Američkim Državama jamčila unaprijed točno određena cijena za ratarske proizvode i to već u vrijeme kada su se usjevi tek sijali.²²

Unaprijedni ugovori (engl. *forward contracts, FX forwards*) su ugovori o kupnji ili prodaji određene imovine na određeni datum u budućnosti. Bitna razlika u odnosu na ugovore o budućnosnicama nije u pravnom karakteru već isključivo u gospodarskom interesu koji se ugovorom želi postići. Za razliku od ugovora o budućnosnicama, unaprijedni ugovori nisu standardizirani i njima se ne trguje na burzama, najčešće se sklapaju s obzirom na konkretnu financijsku potrebu ugovornih strana.²³

Ugovorom o zamjeni (engl. *swap*) ugovorne strane obvezuju se međusobno zamijeniti određeni skup tražbina (novčanih tijekova) koje svaka od njih ima na temelju nekog prethodno sklopljenog pravnog posla. Najčešće se zamjenjuju tražbine u različitim valutama ili obveze po osnovi promjenljivih i fiksnih kamata, pa se zamjene dijele na valutne i kamatne.

Valutna zamjena (engl. *currency swap*) je ugovor kojim se dvije strane obvezuju zamijeniti tražbine nominirane u različitim valutama.

Kamatna zamjena (engl. *interest rate swap*) je ugovor kojim se ugovorne strane obvezuju tijekom trajanja ugovora međusobno isplaćivati iznose koji su jednaki dogovorenim kamatnim stopama.²⁴

Na tržištima se često trguje i kombinacijom tih dviju vrsta zamjena (engl. *cross-currency interest rate swap*).

¹⁹ Scott, H., *International Finance: Law and Regulation*, Sweet&Maxwell, London, 2004., str. 392.

²⁰ *Ibid.*

²¹ Madir, J., *Tržišta kapitala – karakteristike financijskih instrumenata i pravni okvir poslovanja*, Mate d.o.o., Zagreb, 2009., str. 28 – 29.

²² Scott, *op. cit.* u bilj. 19, str. 392.

²³ Madir, *op. cit.* u bilj. 21, str. 27 – 28.

²⁴ Scott, *op. cit.* u bilj. 19, str. 421 – 422; Madir, *op. cit.* u bilj. 21, str. 29 – 32.

2. Opcije

Opcije se u stručnoj literaturi definiraju kao ugovori kojima se daje pravo kupnje ili prodaje vezane imovine po cijeni ugovorenoj u opciji kroz određeno vrijeme odnosno na određeni dan²⁵, odnosno kao ugovor kojim sastavljač opcije prenosi na kupca opcije pravo – ali ne i obvezu – kupnje ili prodaje određene imovine, za što kupac opcije plaća određenu cijenu, tzv. premiju (engl. *premium*).²⁶ U svakom slučaju, riječ je o pravu, ali ne i obvezi, inkorporiranoj u pravilu u opcijskom ugovoru ili vrijednosnom papiru kojim se jednoj ugovornoj strani daje ovlast da jednostranim očitovanjem volje izazove nastanak drugog ugovora kojim se ostvaruje gospodarski cilj zbog kojega su stranke ugovorile opciju. Predmet opcije – dakle imovina koju stjecatelj opcije ima pravo kupiti ili prodati, naziva se vezana imovina ili temeljna vrijednost²⁷ (engl. *underlying asset*). Prema karakteru imovine iz koje su izvedene, opcije se dijele na robne (engl. *commodity options*) i financijske (engl. *financial options*).

Kao pobliža gospodarska svrha stjecanja opcija u literaturi se obično navodi osiguranje od rizika (engl. *hedging*) i očekivanje zarade odnosno špekulacija.²⁸ Dok potonji ulagatelji svoja očekivanja temelje prije svega na povoljnoj promjeni cijene predmeta opcije, ulagatelji koji opcijske ugovore sklapaju sa svrhom osiguranja od rizika ili upravljanja rizikom nastoje takvom transakcijom eliminirati rizik koji je njihovoj imovini ili imovini pod njihovim upravljanjem nastao iz neke druge transakcije. Npr. investicijski fond, čiji su udjeli nominirani u kunama, koji se ulažući u imovinu nominiranu u stranoj valuti izložio deviznom riziku moći će, primjerice, rizik deviznog tečaja smanjiti sklapanjem opcijskog ugovora o prodaji eura prema unaprijed utvrđenoj fiksnoj cijeni za kune. Iako se u praksi ista svrha primarno postiže kroz transakcije zamjene valuta, ugovaranje opcije u tu svrhu može upravitelju fonda, uz primarno željenu zaštitu od rizika, dati mogućnost ostvarivanja dodanih prinosa ovisno o kretanju tečaja valuta.

Valja napomenuti da iako se tradicionalno pod pojmom *hedginga* podrazumijeva osiguranje od rizika odnosno upravljanje rizikom²⁹, u novije se vrijeme *hedging* razumijeva i kao prijenos rizika s onih tržišnih sudionika kojima izlo-

²⁵ Tako i Madir, *op. cit.* u bilj. 21, str. 24 – 26.

²⁶ Hudson, A., *The Law on Financial Derivatives*, Sweet&Maxwell, London, 2006., str. 28.

²⁷ Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 68.

²⁸ Tako i Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 20 – 21.

²⁹ Natuknica *hedging* u: Adam, J. H., *Dictionary of Business English*, Essex, Longman, 1989.; *hedge* u: *The Oxford Dictionary of Modern English*, Oxford, Oxford University Press, 1983.; *hedge* u: *Webster's Encyclopedic Unabridged Dictionary of the English Language*, New York, 1996.

ženost riziku nije poslovno ili regulatorno prihvatljiva na one koji su voljni i sposobni preuzeti rizik.³⁰

Opcije u smislu izvedenih financijskih instrumenata su institut privatnog prava za razliku od opcija javnog prava koje daju pravo izbora između dvaju ili više državljanstava uslijed promjene suvereniteta nad određenim područjem.³¹

Dva su osnovna oblika financijskih opcija – tzv. *put option* i *call option*. Ta podjela polazi sa stajališta zauzete investicijske pozicije. *Call option* daje svojemu kupcu pravo, ali ne i obvezu, kupnje određene imovine od sastavljača opcije po unaprijed određenoj cijeni na određeni datum ili do određenog datuma. *Put option* je pravo, ali ne i obveza sastavljača opcije na prodaju određene imovine po unaprijed određenoj cijeni na određeni datum ili do određenog datuma. Imatelj opcije (engl. *holder*) dužan je platiti drugoj ugovornoj strani – sastavljaču opcije (engl. *writer of an option*) premiju za izdavanje opcije.

S obzirom na rok u kojemu se može realizirati pravo iz opcije, one se tradicionalno dijele na europske i američke. Za razliku od američkih, koje se mogu izvršiti u bilo koje vrijeme prije datuma dospijea, europske opcije mogu se izvršiti isključivo na dan dospijea.³²

S obzirom na vrijeme trajanja, opcije se dijele na kratkoročne i dugoročne. Kratkoročnima se smatraju one opcije u kojima opcijsko pravo stjecatelja opcije istječe u roku ne dužem od devet mjeseci, dok se vrijeme trajanja kod dugoročnih opcija ugovara u pravilu u razdoblju od dvije do pet godina.³³ U domaćem pravu primjer kratkoročnih obveznica nalazimo u Uputama Središnjeg klirinškog depozitarnog društva. U skladu s odredbom članka 697. Uputa kratkoročni opcijski vrijednosni papiri su prava i varanti koje član depozitorija izdaje u korist ulagatelja na čijem su računu upisane redovne dionice (kod izdavanja prava), odnosno povlaštene dionice ili obveznice (kod izdavanja varanata), razmjerno udjelu u vlasništvu postojećeg izdanja. Prava i varanti u pravilu su opcije kojima se trguje na uređenom tržištu.

Ako sastavljač opcije posjeduje imovinu koja je predmet opcije, takvu opciju nazivamo pokrivenom (engl. *covered options*). Opcije koje se izdaju u trenutku kada

³⁰ Vidi u: http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/economy/09greenspan.html?_r=1.

³¹ Vidi definiciju pojma *opcija* u: *Pravni leksikon*, Zagreb, Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2007.: "Imatelj opcije (optant) može zadržati dotadašnje državljanstvo ili primiti državljanstvo države sljednice koja je stekla područje, pod uvjetom da obje države i dalje postoje."

³² Tako i Scott, *op. cit.* u bilj. 19, str. 35.

³³ Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 64.

sastavljač ne posjeduje imovinu koja je predmet opcije nazivaju se nepokrivenim opcijama (engl. *uncovered, naked options*).

Opcije mogu biti ugovorne ili rjeđe zakonske opcije. Potonje proizlaze iz zakona kojim se definira sadržaj opcije kao i pretpostavke za njezinu realizaciju. Pri tome, u domaćem zakonodavstvu nalazimo tri različita načina definiranja opsega prava iz opcija te pretpostavki za njihov nastanak:

- 1) konkretni sadržaj opcije i nastanak opcijskog prava definirani su zakonom
- 2) konkretni sadržaj opcije definiran je zakonom, opcijsko pravo nastaje očitovanjem volje titulara opcijskog prava uz prethodno ispunjenje zakonom propisanih pretpostavki
- 3) zakonom se definira općenito sadržaj opcije, konkretan sadržaj opcije i nastanak opcijskog prava uređuju se pravnim aktom izdavatelja opcije.

Ad 1)

Primjer za prvi način definiranja opsega prava iz opcije nalazimo u odredbama Zakona o preuzimanju dioničkih društava (dalje u tekstu: ZPDD)³⁴, kojima se propisuje kako ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju, ako nakon ponude za preuzimanje drže najmanje 95 % dionica s pravom glasa ciljanog društva, u roku od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, imaju pravo na prijenos dionica s pravom glasa manjinskih dioničara, uz pravičnu naknadu.³⁵ Riječ je dakle o tzv. *call option* inkorporiranoj u zakonskoj odredbi. Opcijsko pravo nastaje ispunjenjem pretpostavki propisanih zakonom, bez potrebe za dodatnim očitovanjem stanaka. Za realizaciju opcijskog prava dovoljno je pak valjano očitovanje volje učinjeno prema središnjem depozitoriju kod kojega su dionice pohranjene, uz polog odgovarajućeg iznosa potrebnog za plaćanje dionica.³⁶ Pravna posljedica realizacije opcije je istiskivanje manjinskih dioničara i posljedično povlačenje dionica s uvrštenja na uređenom tržištu.³⁷

Isto pravo, obratnog sadržaja u formi tzv. *put option*, Zakon o preuzimanju dioničkih društava daje manjinskim dioničarima društva u kojemu je većinski dioničar u postupku preuzimanja stekao više od 95 % dionica s pravom glasa,

³⁴ Narodne novine, br. 109/2007, 36/2009, 108/2012, 90/2013, 99/2013, 148/2013.

³⁵ Tako odredba članka 45. ZPDD-a.

³⁶ *Ibid.*

³⁷ Vidi u Čulinović-Herc, E., *Pravne značajke provedenih postupaka preuzimanja prije i nakon pristupanja u EU i uočena regulatorna pitanja*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 66, br. 5, 2016., str. 633 – 634.

definirajući ga kao pravo manjinskih dioničara na prodaju svojih dionica s pravom glasa ponuditelju.³⁸

Ad 2)

Primjere, među ostalim, nalazimo podjednako u odredbama ZTK-a i ZTD-a. Zakon o tržištu kapitala, definirajući institut povlačenja dionica s uređenog tržišta, propisuje pravo dioničara koji je glasovao protiv odluke o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu zahtijevati od društva da preuzme njegove dionice, uz pravičnu naknadu. Ovo pravo ima i dioničar koji nije sudjelovao u radu odnosno glavne skupštine zbog toga što je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno.³⁹

Na sličan način zakonska opcija definirana je odredbama Zakona o trgovačkim društvima o plaćanju otpremnine kod preoblikovanja dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću. Na zahtjev svakog dioničara koji je glasovao protiv donošenja odluke o preoblikovanju dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću društvo mora otkupiti njegov udio plaćanjem primjerene novčane naknade ako taj dioničar odnosno član društva to zatraži u roku od dva mjeseca od kada je objavljen upis preoblikovanja u sudski registar.⁴⁰

U svim navedenim slučajevima konkretno opcijsko pravo nije nastalo na temelju samog zakona, slijedom čega bi se realiziralo tek pukim očitovanjem volje usmjerenim na realizaciju opcije odnosno sklapanjem ugovora o prijenosu ili otkupu dionica odnosno članskog prava, već je zakonom tek određen njegov sadržaj i pretpostavke za nastanak. Za nastanak konkretnog opcijskog prava bit će potrebno odgovarajuće očitovanje volje titulara tog prava i to korištenjem pravom glasa u glavnoj skupštini društva na način da glasuje protiv donošenja predložene odluke o povlačenju dionica s uređenog tržišta odnosno preoblikovanju društva te isticanjem zahtjeva prema društvu za preuzimanjem dionica, uz plaćanje pravične naknade u skladu s mjerodavnim zakonom.

Ad 3)

Kao primjer navode se zamjenjive obveznice koje imateljima – uz pravo na vraćanje glavnice i isplatu kamata – daju dodatno pravo da u određenom vremenu uz plaćanje određene svote steknu i određeni broj dionica, a to se pravo

³⁸ Tako odredba članka 46. ZPDD-a.

³⁹ Tako odredba članka 341. stavka 5. ZTK-a.

⁴⁰ Vidi odredbu članka 562. ZTD-a.

naziva opcija.⁴¹ U ovom slučaju konkretno opcijsko pravo pojedinog stjecatelja nastaje i pobliže se uređuje odlukom o izdavanju odnosno prospektom ako se na izdavanje obveznica primjenjuju odredbe Zakona o tržištu kapitala.

Pravo opcije može biti inkorporirano u vrijednosni papir, ili kao ispravu ili elektronički zapis kod središnjeg klirinškog depozitarnog društva, ili može predstavljati subjektivno pravo utemeljeno na ugovoru.

Konačno, opcije se dijele na burzovne (*exchange traded options, listed options*) i one kojima se ne trguje na burzama (*over-the-counter options, dealer options*).

Burzovne opcije regulirane su pravilima koja propisuju burze na kojima se organizirano trguje opcijama (u SAD-u najpoznatija su pravila koja je izdao Chicago Board Options Exchange)⁴² te predstavljaju standardizirane ugovore čija namira se obavlja kroz institucije za poravnanje i namiru (engl. *clearing houses*)⁴³ ili pak putem središnje druge ugovorne strane (engl. *Central Clearing Counterparty*). U potonjem slučaju poravnanje transakcije provodi se u hrvatskom pravu sukladno odredbama Zakona o tržištu kapitala na temelju pravnog instituta posebne novacije, različitog od instituta novacije odnosno obnove iz Zakona o obveznim odnosima, koji označava postupak u kojem se obvezni odnos između kupca i prodavatelja u transakciji koja se poravnava zamjenjuje dvama novonastalim obveznim odnosima u kojima središnja druga ugovorna strana postaje kupac prvotnom prodavatelju i prodavatelj prvotnom kupcu, pri čemu raniji obvezni odnos između prvotnog kupca i prodavatelja prestaje.⁴⁴

Izvanburzovne opcije sastavljaju se prema specifičnim potrebama stranaka u konkretnom poslu (tzv. *tailor made*). Stoga će to u pravilu biti opcije inkorporirane u ugovor, koje nisu podobne za pohranu kod središnjih depozitara niti za trgovanje putem uređenih tržišta.

Na burzama se uobičajeno trguje dioničkim, obvezničkim i robnim opcijama, opcijama na kamatne stope i indekse. Izvanburzovno se češće obavljaju transakcije opcijama na kamatne stope (engl. *interest rate options*), valute (engl. *currency cross rate options*) i zamjene (engl. *options on swaps* ili *swaptions*).

Iako se opcijama trgovalo i prije, organizirano trgovanje putem uređenih tržišta počelo je tek osnivanjem Chicago Board of Exchange 1973. godine.

⁴¹ Barbić, J., *Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala*, Organizator, Zagreb, 2005., str. 760.

⁴² Za više vidi u: Scott, *op. cit.* u bilj. 19, str. 398.

⁴³ McDonald, L. G., *A Colossal Failure of Common Sense*, Crown Business, New York, 2009., str. 171 – 172.

⁴⁴ Tako odredba članka 535. stavka 3. ZTK-a.

Najznačajnija tržišta opcijama i drugim izvedenicama su Chicago Board Options Exchange (CBOE), zatim Euronext i Eurex, koji je nastao 1998. spajanjem Deutsche Terminbörse i SOFFEX-a (Swiss Options and Financial Futures).⁴⁵

III. OPCIJSKI UGOVORI

1. Sklapanje i sadržaj opcijskog ugovora

Opcijski ugovor sastoji se od ugovora kojim sastavljač odnosno prodavatelj opcije prenosi na stjecatelja odnosno kupca pravo opcije, te kupoprodajnog ugovora na koji se opcija odnosi i koji će nastati jednostranim očitovanjem volje stjecatelja opcije. Stoga bi za valjanost opcijskog ugovora bilo potrebno da se istim definiraju barem minimalni sastojci navedenih dvaju ugovora.

Opcijskim ugovorom mora se odrediti pravni položaj stranaka, odnosno tko je sastavljač i prodavatelj opcije, a koja strana stječe opciju i za nju plaća ugovorenu premiju. Također, bitno je odrediti stječe li stjecatelj opcije pravo kupnje (engl. *call option*) ili pravo prodaje predmeta opcije (engl. *put option*).⁴⁶

Također, opcijski ugovor mora sadržavati cijenu opcije, ali i cijenu predmeta opcije.⁴⁷ Ako bi opcijski ugovor imao karakter građanskopravnog ugovora, tada bi nenavođenje cijene opcije i predmeta opcije imalo za posljedicu ništetnost takvog ugovora, pod uvjetom da ugovor ne sadržava dovoljno drugih podataka s pomoću kojih bi se ona mogla odrediti.⁴⁸ Ako bi pak bila riječ o trgovačkom ugovoru, cijena opcije i predmeta opcije odredila bi se sukladno pravilima iz odredaba članka 384. Zakona o obveznim odnosima.⁴⁹

Opcijski ugovori uobičajeno sadržavaju i odredbu o načinu ispunjenja obveza iz ugovora koji će biti sklopljen izvršavanjem opcije.⁵⁰ Opciju je moguće izvršiti fizičkom predajom stvari ili prijenosom prava koje je predmet opcije (engl. *settled by delivery, physically-settled options*) ili isplatom razlike između ugovorene i tekuće cijene (engl. *cash settlement option*).⁵¹

Iako uobičajena, ova odredba nije bitan element opcijskog ugovora pa ako je stranke nisu izričito ugovorile, ona se neće primjenjivati na ugovor. Ako bi

⁴⁵ Za više vidi http://www.eurexchange.com/about_en.html.

⁴⁶ Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 74 – 75.

⁴⁷ Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 75.

⁴⁸ Tako odredba članka 384. stavka 1. ZOO-a.

⁴⁹ Tako odredba članka 384. stavka 3. ZOO-a.

⁵⁰ Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 78.

⁵¹ Više vidi u Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 33 – 36.

ugovorne strane propustile ugovoriti način ispunjenja obveze iz ugovora koji se sklapa izvršenjem opcije, opcija bi se izvršavala fizičkom predajom stvari ili prijenosom prava. Međutim, o načinu izvršenja opcije sukontrahenti opcijskog ugovora mogu sve do trenutka izvršenja opcije postići i naknadni sporazum.

Specifičnost ovog ugovora je i u tome što se njime istovremeno konstituira pravo opcije kao specifično pravo koje proizlazi iz prava vlasništva nad određenom imovinom te se tako konstituirano pravo prenosi na sukontrahenta koji za to plaća ugovorenu cijenu odnosno premiju. Stoga, opcija se konstituira u neformalnom, jednostranom i nenaplatnom pravnom poslu, dok je prijenos tog prava na stjecatelja opcije dvostrani naplatni pravni posao.

Kupoprodajni ugovor na koji se opcija odnosi i koji će nastati jednostranim očitovanjem volje stjecatelja opcije mora biti sadržan u opcijskom ugovoru ili opcijski ugovor na njega mora upućivati.

Kupoprodajni ugovor mora sadržavati sve bitne elemente potrebne za nastanak pravnog posla koji je predmet opcije. Ako je riječ o kupoprodaji stvari ili prava, takav ugovor sadržavat će nužno odredbe o glavnoj činidbi i cijeni.⁵² Ako je za stjecanje prava potreban upis u odgovarajući javni registar, tada je potrebno i očitovanje prodavatelja kojim se dopušta takav upis.

Glavna činidba i imovina na koju se ona odnosi u bitnome će odrediti i tip ugovora koji nastaje izvršavanjem opcije. U zavisnosti od toga odnosi li se glavna činidba na prodaju nekretnine, najam nekretnine ili prodaju dionica, ugovor će biti kvalificiran kao kupoprodajni ugovor za nekretninu, ugovor o najmu ili pak ugovor o prijenosu dionica.

2. Pravna obilježja i priroda opcijskog ugovora

Opcijski ugovor je dvostrani pravni posao. Međutim, valjan bi bio i pravni posao i u njemu sadržana opcija koji se temelji na jednostranom očitovanju volje sastavljača opcije. U svakom slučaju, riječ je o pravnom poslu na koji se primjenjuju opća načela ugovornog prava, prije svega odredbe ZOO-a.

Opcijski ugovor je konsenzualni pravni posao.⁵³ Stoga pravni učinci opcijskog ugovora nastaju u trenutku kada se ugovorne strane suglase o bitnim sastojcima ugovora.⁵⁴

⁵² Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 77.

⁵³ Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 79.

⁵⁴ Vidi odredbu članka 247. ZOO-a.

Budući da se sadržaj opcijskih ugovora u hrvatskom pravu još nije ustalio, opcijski ugovori mogu se uzeti kao neimenovani ugovori.⁵⁵ Bitna karakteristika ovih ugovora jest da u cijelosti počivaju na slobodi ugovaranja, odnosno na načelu slobodnog uređivanja obveznih odnosa među sudionicima u pravnom prometu, pri čemu je sloboda ugovaranja ograničena isključivo odredbama Ustava Republike Hrvatske, prisilnim propisima i moralom društva.⁵⁶

Opcijski ugovori su neformalni ugovori jer za njihovu valjanost nije zakonom propisan određeni oblik ugovora.⁵⁷ Međutim, ako je određeni oblik ugovora propisan za pravni posao na koji se opcija odnosi, a koji je sastavni dio opcijskog ugovora, onda bi i opcijski ugovor morao sastavljen u tom obliku. Tako je, na primjer, odredbom čl. 377. ZOO-a propisan pisani oblik za valjanost ugovora o kupoprodaji nekretnine. Prijenos vrijednosnih papira upisanih u središnjem depozitoriju nematerijaliziranih vrijednosnih papira⁵⁸ na temelju pravnog posla koji nije sklopljen na uređenom tržištu bit će pravno valjan ako je sklopljen u pisanoj formi, primjerice, kupoprodajnog ugovora.⁵⁹ Riječ je o kogentnim normama pa bi nedostatak zakonskog oblika za posljedicu imao ništetnost pravnog posla, kako onog koji se odnosi na predmet opcije, tako i ugovora kojim se prenosi samo pravo opcije.⁶⁰

Opcijski ugovori u pravilu će imati karakter trgovačkog ugovora kako je on definiran odredbom čl. 14. st. 2. ZOO-a.⁶¹ To će uvijek biti slučaj kod burzovnih opcija. Kod izvanburzovnih opcija, ako ugovorne strane nisu trgovci, opcijski ugovor imat će građanskopravni ugovorni karakter.

U stručnoj literaturi navodi se kako “opcijski ugovori imaju značajke zasebne vrste ugovora na sreću, tj. aleatornog pravnog posla, koji se naziva ‘diferencijalni’ posao”.⁶² Svrha takvog pravnog posla bila bi osigurati dobit ili izbjeći gubitak “pozivom na fluktuaciju vrijednosti ili cijene imovine bilo koje vrste”.⁶³ Alea-

⁵⁵ Vidi Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 78.

⁵⁶ Vidi odredbu članka 2. ZOO-a.

⁵⁷ Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 79.

⁵⁸ U Republici Hrvatskoj to je Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb.

⁵⁹ Vidi odredbu članka 177. Uputa Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.

⁶⁰ Tako i odredba članka 290. ZOO-a.

⁶¹ “Trgovački ugovori, prema ovom Zakonu, jesu ugovori što ih sklapaju trgovci među sobom u obavljanju djelatnosti koje čine predmet poslovanja berem jednoga od njih ili su u vezi s obavljanjem tih poslova”.

⁶² Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 79.

⁶³ Tako i Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 79. Autori upućuju na definiciju diferencijalnog pravnog posla u engleskom zakonu *Financial Services and Markets Act 2000*, Schedule 2.

tornost opcijskog ugovora proizlazi iz činjenice da u trenutku sklapanja ovog pravnog posla nije poznato hoće li se tekuća cijena predmeta opcije povećati ili smanjiti. Imajući u vidu da se aleatornost definira u prvom redu u odnosu na gospodarsku svrhu s obzirom na koju se opcijski ugovor sklapa, aleatorni karakter ne bi bio svojstven onim ugovorima čija je *causa* smanjenje rizika kojemu je ugovaratelj opcije izložen ili kojim je regulatorno obavezan upravljati.

Budući da je riječ o emisijskom pravnom poslu⁶⁴, s aspekta vrste investicijske usluge u smislu MiFID II direktive odnosno Zakona o tržištu kapitala izdavanje opcija trebalo bi podvesti pod investicijsku uslugu provedbe ponude financijskih instrumenata bez obveze otkupa.⁶⁵ Budući da opcije potpadaju pod širi generički pojam financijskog instrumenta u smislu odredbi Zakona o tržištu kapitala, one su podobne biti klasificirane u okviru popisa investicijskih usluga ili aktivnosti. Pri tome nije odlučujuće izdaju li se opcije u seriji, na temelju pravila o prospektu ili se pak sklapa pojedinačni opcijski ugovor. Opcije podobne za trgovanje na burzama izdavat će se u pravilu na temelju pravila o prospektu.

Opcijski ugovori su neimenovani ugovori, a njihov nastanak, sadržaj i učinci nisu posebno zakonski uređeni. Stoga je sporna i pravna priroda opcijskih ugovora pa se u stručnoj literaturi navode dvije glavne teorije kojima se ona nastoji definirati: teorija jedinstva i teorija dvostrukog ugovora koje u svojem radu pobliže opisuju Slakoper i Štajfer.⁶⁶

Teorija jedinstva polazi od pretpostavke da stjecatelj opcije opcijskim ugovorom stječe pravo kupnje ili prodaje određene imovine. Stoga, izvršavanjem opcije – jednostranim očitovanjem volje imatelja opcije – ne nastaje drugi ugovor koji se odnosi na predmet opcije. Opcijski ugovor predstavlja ugovor o kupoprodaji za predmet opcije sklopljen pod odgovornim potestativnim uvjetom, pa je stoga kupoprodajni ugovor sklopljen istovremeno s opcijskim ugovorom.

Ova teorija nije u mogućnosti dati odgovor na pitanje o pravnom karakteru premije – cijene koja se plaća za opciju. Naime, ako opcijski ugovor predstavlja kupoprodajni ugovor za predmet opcije, onda se činidba i protučinidba iscrpljuju u prodaji stvari ili prijenosu prava, s jedne strane, te plaćanju cijene za tu stvar ili pravo, s druge strane. Pitanje plaćanja premije ostaje otvoreno.

⁶⁴ Više o emisijskom pravnom poslu vidi Miladin, P., *Pravni odnosi između društva izdavatelja, emisijskog konzorcija i ulagatelja (emisijski posao)*, u: Miladin, P.; Jakšić, T. (ur.), *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb 2013., str. 133 – 178.

⁶⁵ Vidi odredbu članka 5. stavka 1. točke 6. ZTK-a.

⁶⁶ Slakoper; Štajfer, *op. cit.* u bilj. 4, str. 81.

Teorija dvostrukog ugovora polazi pak od pretpostavke da opcijskim ugovorom stjecatelj opcije stječe pravo jednostranim očitovanjem volje stvoriti drugi ugovor koji se odnosi na predmet opcije. Opcijski ugovor predstavljao bi “primarni posao” kojim se prenosi pravo opcije, a kupoprodajni ugovor bio bi “drugi ugovor” koji nastaje vršenjem opcije.

S aspekta trenutka nastanka “primarni posao” sklopljen je u trenutku potpisivanja opcijskog ugovora, a “drugi ugovor” bio bi sklopljen u trenutku kada sastavljač opcije primi očitovanje imatelja opcije usmjereno na nastanak “drugog ugovora” – kupoprodaje predmeta opcije.

Za razliku od teorije jedinstva, kod teorije drugog ugovora pravni položaj obveze plaćanja premije za opciju nije sporan. Ona predstavlja cijenu prenesenog prava opcije.

IV. MODEL-UGOVORI ZA TRANSAKCIJE IZVEDENICAMA

1. *ISDA Master Agreement* – opći prikaz

Opcije kojima se ne trguje na burzi baziraju se u pravilu na dvostrano obvezujućim ugovorima koji se u transakcijama s međunarodnim elementom najčešće ugovaraju u formi *ISDA Master Agreementa*, prema obrascu koji za transakcije izvedenim financijskim instrumentima kojima se ne trguje na uređenim tržištima sastavlja i objavljuje International Swaps and Derivatives Association ili skraćeno ISDA.⁶⁷

ISDA je osnovana 1985. s ciljem izgradnje snažnog i stabilnog financijskog tržišta te snažnog regulatornog okvira za transakcije s izvedenicama.⁶⁸ Do danas ISDA je objavila dva izdanja *ISDA Master Agreementa*: prvo izdanje 1992. (engl. *first edition*) te drugo izdanje 2002. (engl. *second edition*).⁶⁹

Standardnu ugovornu dokumentaciju osim *ISDA Master Agreementa* čine i dodatak tom ugovoru (engl. *Schedule*), zaključnica (tzv. *Confirmation*) te ugovori o osiguranju izloženosti koje za ugovorne strane nastanu na temelju sklopljenih transakcija (engl. *Credit Support Annex* i *Credit Support Deed*).⁷⁰

⁶⁷ Cjeloviti tekst ugovora dostupan u: Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 680.

⁶⁸ Više vidi na: <https://www.isda.org/about-isda/>.

⁶⁹ Više vidi na: <https://www.isda.org/book/comparison-between-the-1992-and-2002-isda-master-agreement/library/>.

⁷⁰ Tako i Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 101 – 104.

Svojim članovima ISDA omogućuje pristupanje različitim protokolima kojima se uređuju pojedina pitanja vezana uz okvirni ugovor ili pak mijenjaju njegove odredbe. Riječ je o multilateralnom mehanizmu izmjene ugovora kojim se nastoje eliminirati troškovi i vrijeme potrebno za bilateralne pregovore. Protokoli u osnovi predstavljaju opće ugovorne uvjete adhezijskog tipa, koje pojedinog člana obvezuju njegovim jednostranim pristupanjem protokolu. Pri tome, pristupanje pojedinom protokolu diskrecijska je odluka člana. Za pristupanje protokolu ne traži se određena stroga forma, pristupanje je pravno valjano i ako je učinjeno elektroničkim putem.

Standardnu ISDA ugovornu dokumentaciju (*ISDA Master Agreement, Schedule*, zaključnica i *CSA*) treba sagledavati u okviru instituta *common lawa* "single agreement approach" prema kojemu cjelokupna ugovorna dokumentacija predstavlja jedinstveni ugovor.⁷¹ Koncept *single agreement approach* nije primjenjiv na *Credit Support Deed* jer je riječ o samostalnom pravnom poslu (engl. *stand alone*) čija je svrha prijenos vlasništva nad instrumentom osiguranja na drugu ugovornu stranu.

ISDA Master Agreement tipičan je primjer tzv. formularnog prava i predstavlja tipski adhezijski ugovor koji stranke u cijelosti prihvaćaju u predloženom tekstu. Eventualne izmjene, kao i specifične financijske i ine kondicije pod kojima će se transakcije među ugovarateljima sklapati, uređuju se dodatkom (*Schedule*).⁷²

Dok *ISDA Master Agreement* i dodatak (*Schedule*) čine opće uvjete ugovora pod kojima će se sklapati pojedinačne transakcije, zaključnica pak sadržava kondicije pojedinačno sklopljene transakcije. U skladu s općim pravilima obveznog prava, transakcija je sklopljena u trenutku kada se ugovaratelji suglase o bitnim uvjetima transakcije, pa zaključnica predstavlja dokaz o pojedinačnoj transakciji koju su ugovaratelji prethodno dogovorili telefonom, faksom, elektroničkim putem ili telefaksom.⁷³ Stoga su pojedinačne transakcije sklopljene na temelju konkretnog *ISDA Master Agreementa* konsenzualni dvostrani ugovori.

Pravni poslovi s izvedenicama, pa tako i opcijama, u pravilu su terminski poslovi kod kojih ugovorene obveze dospijevaju u određenom budućem roku. Kako su najčešći ugovaratelji opcija društva koja se bave investicijskim, bankarskim ili osiguravajućim poslovanjem, dakle regulirana društva koja su dužna primjenjivati striktno propise u upravljanju rizicima te propisno održavati adekvatnost kapitala, u praksi se pojavila potreba osigurati eventualnu kreditnu izloženost koja za pojedinog ugovaratelja može nastati sklapanjem pojedinačnih transakcija s izvedenicama.

⁷¹ Tako i Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 106 – 108.

⁷² Tako i Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 191 – 192.

⁷³ Tako i Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 108 – 114.

Do izloženosti će doći u slučaju kada cijena po kojoj se opcija može realizirati na određeni dan prije dospelosti prava iz opcije bude različita od cijene ugovorene pojedinačnom transakcijom prema kojoj opcija po dospelosti treba biti realizirana. Riječ je dakle u prvom redu o promjenama vrijednosti financijskog instrumenta odnosno drugog pravnog posla (engl. *underlying assets*) iz kojega je opcija izvedena. Pri tome izloženost, a time i zahtjev za pribavljanjem osiguranja, može nastati na strani bilo koje ugovorne strane i mijenjati se s obzirom na dinamiku promjena cijena po kojoj se opcija može realizirati.

U tu svrhu, uz *ISDA Master Agreement* i *Schedule*, uobičajeno se sklapaju i *Credit Support Deed* (skraćeno CSD) ili pak *Credit Support Annex* (skraćeno CSA).⁷⁴ Prvim ugovorom pribavlja se stvarnopravno osiguranje eventualne izloženosti koja će nastati sklapanjem pojedinačnih transakcija, dok je potonji isključivo obveznopravnog karaktera i sadržava međusobnu obvezu ugovornih strana dati osiguranje. Pri tome vjerovnik stječe pravo realizacije stečenog osiguranja bez obzira na to što je nad jednim od ugovaratelja otvoren stečajni postupak ili pokrenut likvidacijski postupak ili su pokrenute mjere reorganizacije. U *common law* sustavima ovakvo pravilo proizlazi iz odluka sudova (npr. *British Eagle International Airlines vs. Air France* iz 1975.)⁷⁵, dok europska zakonodavstva uporište nalaze u odredbama Direktive 2002/47/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 6. lipnja 2002. godine koja se odnosi na ugovore o financijskom kolateralu te njezinim izmjenama i dopunama⁷⁶, koja je u hrvatsko pravo preuzeta stupanjem na snagu Zakona o financijskom osiguranju (dalje u tekstu: ZFO)⁷⁷. Ako se na osiguranje primjenjuju odredbe EU Direktive o financijskim kolateralu, ono će biti u skladu s odredbom članka 1. stavka 4.(a) dano u obliku financijskih instrumenata, novčanih sredstava ili kreditnih potraživanja za pokriće kreditne izloženosti jednog od ugovaratelja.⁷⁸

Budući da će na temelju *ISDA Master Agreementa* ugovorne strane sklapati u pravilu veći broj pojedinačnih transakcija izvedenicama, izloženost koja nastaje

⁷⁴ Tako i Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 552 – 566.

⁷⁵ Tako i Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 587.

⁷⁶ Direktiva 2009/44/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 6. svibnja 2009. o izmjeni Direktive 98/26/EZ o konačnosti namire u platnim sustavima i sustavima za namiru vrijednosnih papira i Direktive 2002/47/EZ o ugovorima o financijskom kolateralu s obzirom na povezane sustave i kreditna potraživanja.

⁷⁷ Narodne novine, br. 76/2007.

⁷⁸ Više o pravnom uređenju financijskog osiguranja u europskom pravu vidi u: Radin, D., *Europsko i poredbeno uređenje financijskog osiguranja*, u: Miladin, P.; Jakšić, T. (ur.), *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2013., str. 225 – 330.

na temelju svih ugovorenih transakcija predstavlja jedan iznos koji je rezultat saldiranja odnosno obračuna svih sklopljenih transakcija.

Bitna karakteristika *ISDA Master Agreement* ugovora je i pravo ugovornih strana, u slučaju povrede ugovora ili nemogućnosti realizacije ugovornih transakcija po dospelosti, obračunati odnosno netirati sve transakcije sklopljene na temelju i u skladu s tim ugovorom (engl. *close-out netting*).

Ovaj institut ovlašćuje jednu ugovornu stranu – ako druga strana ne ispuni svoju obvezu iz ugovora odnosno ako ne ispuni svoju obvezu iz ugovora zbog otvaranja stečajnog postupka, pokretanja likvidacijskog postupka ili nastupa sličnih okolnosti – na raskid ugovora i obračunavanje (netiranje) svih pojedinačnih transakcija sklopljenih na temelju *ISDA Master Agreementa*.⁷⁹ Netiranjem svih međusobnih tražbina one se svode na jednu tražbinu koja se namiruje iz osiguranja zasnovanog sukladno odredbama CSD-a ili CSA-a.

Mjerodavno pravo za ISDA ugovore je englesko pravo ili pak pravo države New York. Model-ugovorom sugerirana je nadležnost engleskih sudova, iako ugovorne strane za rješavanje sporova iz ISDA ugovora mogu ugovoriti nadležnost sudova izvan Engleske ili pak nadležnost arbitražnih sudišta, osobito u slučajevima kada postoji apsolutna nadležnost sudova u državi sjedišta jedne ugovorne strane ili obiju ugovornih strana.

2. Hrvatski Okvirni ugovor za transakcije izvedenim financijskim instrumentima – opći prikaz

Okvirni ugovor za transakcije izvedenim financijskim instrumentima, koji je uređen u skladu s hrvatskim pravom kao mjerodavnim za ugovor, sačinjen je na inicijativu GIU Hrvatska udruga banaka i udruge ACI – Hrvatsko financijsko tržišno udruženje. Uzor za izradu ugovora nađen je u praksi njemačkih banaka, odnosno odredbama Okvirnog ugovora za financijske izvedenice (njem. *Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte*) koje je izradila Njemačka udruga banaka.⁸⁰

Do danas su objavljene dvije verzije Okvirnog ugovora za transakcije izvedenim financijskim instrumentima, iz kojih je vidljiv razvoj zakonodavnog okvira, ali i prakse koje su međusobno razvili participanti na hrvatskom tržištu financijskim izvedenicama. Prva verzija objavljena je 2008.⁸¹, a druga pak 2013. godine.⁸²

⁷⁹ Tako i Hudson, *op. cit.* u bilj. 26, str. 572 – 600.

⁸⁰ Vidi citat uz bilješku 6.

⁸¹ Cjeloviti tekst ugovora dostupan je na stranici <https://hub.hr/hr/standardni-ugovor-za-izvedene-financijske-instrumente-2007>.

⁸² Vidi citat uz bilješku 9.

Okvirni ugovor za izvedene financijske instrumente rezultat je ujednačavanja ugovorne dokumentacije na domaćem tržištu te izbjegavanja različitih tipskih ugovora pojedinih sudionika na tržištu koji su otežavali, a često i onemogućavali pregovore oko sklapanja ugovora odnosno njihova tumačenja (engl. *battle of forms*). Izradom standardnog Okvirnog ugovora za izvedene financijske instrumente olakšano je pregovaranje, sklapanje i tumačenje ugovora te su time stvorene dodatne pravne pretpostavke za daljnji razvoj domaćeg tržišta izvedenica.

Uz Okvirni ugovor, koji je tipskog karaktera, ponuđen je i obrazac Dodatka Okvirnom ugovoru kojim stranke mogu ugovoriti specifične pogodbe kojima u pravilu dopunjuju odredbe Okvirnog ugovora.

Tijekom 2017. GIU Hrvatska udruga banaka i udruga ACI – Hrvatsko financijsko tržišno udruženje objavile su Dodatak o osiguranju u formi varijabilne marže (VM) kao tipski dodatak Okvirnom ugovoru kojim se uređuju međusobna prava i obveze glede davanja osiguranja za izloženosti nastale na temelju sklopljenih transakcija izvedenicama, kao i uređenjem obveza koje za ugovorne strane proizlaze iz tzv. EMIR Uredbe.

Ugovorna dokumentacija – Okvirni ugovor za izvedene financijske instrumente, dodatak Okvirnom ugovoru, zaključnice o pojedinoj transakciji izvedenicama te konačno Dodatak o osiguranju u formi varijabilne marže (VM) – prate koncept *single agreement approach* na kojemu počiva ISDA-ina ugovorna dokumentacija.

Koncept je otprije poznat i u kontinentalnim pravnim sustavima, pa tako i u domaćem zakonodavstvu. Tako kogentna odredba članka 295. Zakona o obveznim odnosima propisuje obveznost odredbi općih uvjeta ugovora kojima se dopunjuju posebne pogodbe utvrđene među ugovarateljima te definira način rješavanja nesuglasja između općih uvjeta i posebnih pogodbi. Imajući u vidu sadržaj ugovorne dokumentacije za financijske izvedenice, značenje općih uvjeta ugovora imale bi odredbe Okvirnog ugovora za izvedene financijske instrumente, što posredno i proizlazi iz samog naziva ugovora.

Odredba o obračunavanju (netiranju) međusobnih potraživanja iz pojedinačnih ugovora o financijskim izvedenicama odgovarajuće je inkorporirana u tekst ugovora.⁸³

Institut obračunavanja odnosno netiranja priznat je i u domaćem pravnom sustavu. Obračunavanje svih sklopljenih transakcija izvedenicama na temelju okvirnog ugovora između ugovornih strana ne obavlja se prema pravilima prijeboja (kompenzacije) na način kako je taj pravni institut definiran odredbama ZOO-a, već je riječ o posebnom pravnom institutu obračunavanja (netiranja)

⁸³ Vidi odredbe članaka 8. i 9. Okvirnog ugovora za izvedene financijske instrumente.

iz ZFO-a, kojim je pak u domaće zakonodavstvo prenesena Direktiva o financijskim kolateralima.⁸⁴

Valja napomenuti da zakonsku osnovu za obračunavanje čine odredbe nekoliko pozitivnih propisa u Republici Hrvatskoj. Prije svega, to je odredba članka 8. ZFO-a koja načelno daje prednost ugovorenom načinu ispunjenja obveza među strankama pred propisima mjerodavnima za stečaj, likvidaciju ili reorganizaciju koji bi bili primjenjivi na jednu od ugovornih strana.⁸⁵

Nadalje, odredba članka 182. Stečajnog zakona na konkretniji način propisuje način namirenja vjerovnika stečajnog dužnika koji s njime imaju sklopljen kvalificirani financijski ugovor odnosno ugovor kojim su stranke ugovorile obračunavanje (netiranje). U tom slučaju naknada zbog neispunjena može se tražiti u skladu sa sadržajem ugovora, bez obzira na činjenicu otvaranja stečaja nad jednom od ugovornih strana.

Osim općih propisa primjenjivih na široki krug adresata, odredbe o obračunavanju možemo naći i u propisima kojima se uređuje poslovanje pojedinih vrsta pravnih osoba. Tako primjerice odredba članka 351. Zakona o kreditnim institucijama propisuje, među ostalim, da u slučaju stečaja, likvidacije ili provođenja reorganizacijskih mjera nad kreditnom institucijom iz Republike Hrvatske ili druge države članice, za ugovore o netiranju mjerodavno je pravo koje se primjenjuje na takve ugovore. Iako odredba koristi specifični nomotehnički izričaj, treba je tumačiti na način sukladan općem pravilu iz ZFO-a odnosno Direktive 2002/47 o financijskom kolateralu o prvenstvenoj primjeni odredaba ugovora o netiranju pred odredbama Stečajnog zakona ili drugog primjenjivog kogentnog propisa.

Tekst Okvirnog ugovora za izvedene financijske instrumente kao industrijski standard objavljen je na internetskim stranicama HUB-a i ACI-ja Hrvatska te je u širokoj praktičnoj uporabi među sudionicima tržišta izvedenicama u Republici Hrvatskoj.

⁸⁴ Tako odredba članka 2. točke 14. ZFO-a: "Obračunavanje (netiranje) je obračun sadašnjih ili budućih plaćanja, obračun obveza na isporuku ili obračun prava koja proizlaze iz jednog ili više ugovora o određenom financijskom poslu pri čemu obračunavanje može značiti prestanak ili ukidanje, ili prijevremeno dospijeće obveze za plaćanje i isporuku, ili na stjecanje kakvog drugog prava. Obračunavanje može značiti i izračun ili procjenu jedinstvene, tržišne, likvidacijske ili zamjenske vrijednosti u svezi s jednom ili više obveza ili prava, a može značiti i konverziju u jednu valutu i/ili utvrđivanje neto iznosa obveze, bilo putem prijeboja, ili na koji drugi način".

⁸⁵ Više o pravnom uređenju financijskog osiguranja u hrvatskom pravu vidi Radin, D., *Hrvatski pravni okvir financijskog osiguranja*, u: Miladin, P.; Jakšić, T. (ur.), *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb 2013., str. 331 – 386.

V. ZAKLJUČAK

Na hrvatskom tržištu kapitala broj i volumen transakcija opcijama, ali i drugim izvedenim financijskim instrumentima, još je uvijek manjeg značenja. Transakcije se sklapaju izvan burze, dakle kao OTC transakcije, i to putem riznica banaka ili kvalificiranih ulagatelja.

Iako se na svjetskim tržištima OTC transakcije financijskim izvedenicama sklapaju najčešće koristeći model *ISDA Master Agreement*a, nacionalne prakse brojnih zemalja poznaju vlastite model-ugovore koji se koriste prilikom sklapanja transakcija s financijskim izvedenicama na tržištima tih država.

Hrvatska je slijedila ovakav trend te se danas kod sklapanja OTC transakcija izvedenim financijskim instrumentima uobičajeno koristi Okvirni ugovor za transakcije izvedenim financijskim instrumentima koji su sastavili i predložili ACI Hrvatska – Hrvatsko financijsko tržišno udruženje i GIU Hrvatska udruga banaka.

Standardizacija ugovora o izvedenim financijskim instrumentima doprinosi značajnom smanjenju pravnih rizika te omogućuje razumno upravljanje ostalim rizicima kojima se ugovaratelji izlažu sklapajući transakcije s izvedenim financijskim instrumentima (tržišni, kreditni, operativni rizici i dr.).

S obzirom na usklađenje domaćeg zakonodavstva sa stečevinom EU-a, osobito donošenje Zakona o tržištu kapitala kojim su u hrvatsko zakonodavstvo prenesene direktive i uredbe EU-a kojima se regulira pravo tržišta kapitala, stvorene su bitne zakonske pretpostavke za daljnji razvoj tržišta izvedenih financijskih instrumenata, uključujući tržište opcija. Dakako, time su stvorene i pretpostavke za razvoj pravne prakse koja će podržavati složenu strukturu ugovora o izvedenim financijskim instrumentima.

LITERATURA

Adam, J. H., *Dictionary of Business English*, Longman, Essex, 1989.

Barbić, J., *Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala*, Organizator, Zagreb, 2005.

Čulinović-Herc, E., *Pravne značajke provedenih postupaka preuzimanja prije i nakon pristupanja u EU i uočena regulatorna pitanja*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 66, br. 5, 2016., str. 619 – 638.

European Central Bank guide to internal models, rujan 2018. (dostupno na: https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/internal_models_risk_type_chapters/ssm.guide_to_internal_models_risk_type_chapters_201809.en.pdf)

- Hudson, A., *The Law on Financial Derivatives*, Sweet & Maxwell, London, 2006.
- Madir, J., *Tržišta kapitala – karakteristike financijskih instrumenata i pravni okvir poslovanja*, Mate d.o.o., Zagreb, 2009.
- McDonald, L. G., *A Colossal Failure of Common Sense*, Crown Business, New York, 2009.
- Miladin, P., *Pravni odnosi između društva izdavatelja, emisijskog konzorcija i ulagačelja (emisijski posao)*, u: Miladin, P.; Jakšić, T. (ur.), *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2013., str. 133 – 178.
- Pezo, V. (ur.), *Pravni leksikon*, Leksikografski zavod Miroslav Krleža, Zagreb, 2007.
- Radin, D., *Europsko i poredbeno uređenje financijskog osiguranja*, u: Miladin, P.; Jakšić, T. (ur.), *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb 2013., str. 225 – 330.
- Radin, D., *Hrvatski pravni okvir financijskog osiguranja*, u: Miladin, P.; Jakšić, T. (ur.), *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb 2013., str. 331 – 386.
- Scott, H., *International Finance: Law and Regulation*, London, Sweet&Maxwell, 2004
- Slakoper, Z.; Štajfer, J., *Temeljna obilježja opcijskih ugovora i opcija*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 57, br. 1, 2007., str. 61 – 95.
- The Oxford Dictionary of Modern English*, Oxford University Press, Oxford, 1983.
- Webster's Encyclopedic Unabridged Dictionary of the English Language*, New York, 1996.

IZVORI

Zakoni i propisi

Hrvatska

- Stečajni zakon, Narodne novine, br. 71/2015, 104/2017.
- Zakon o financijskom osiguranju, Narodne novine, br. 76/2007, 59/2012.
- Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/2018, 17/2020.
- Zakon o deviznom poslovanju, Narodne novine, br. 96/2003, 140/2005, 132/2006, 150/2008, 92/2009, 133/2009 – Zakon o platnom prometu, 153/2009, 145/2010, 76/2013.
- Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Narodne novine, br. 84/2002, 140/2005, 138/2006, 88/2008 – prestao važiti 31. prosinca 2008.

Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/2007, 36/2009, 108/2012, 90/2013, 99/2013, 148/2013.

Zakon o obveznim odnosima, Narodne novine, br. 35/2005, 41/2008, 78/2015, 29/2018.

Uputa Središnjeg klirinško depozitarnog društva (dostupno na: www.skdd.hr)

EU

Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU

Direktiva 2002/47/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 6. lipnja o financijskom kolateralu

Direktiva 2009/44/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 6. svibnja 2009. o izmjeni Direktive 98/26/EZ o konačnosti namire u platnim sustavima i sustavima za namiru vrijednosnih papira i Direktive 2002/47/EZ o ugovorima o financijskom kolateralu s obzirom na povezane sustave i kreditna potraživanja

Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe br. 648/2012.

Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju

Sudska praksa

British Eagle International Airlines *v* Air France od 16. travnja 1975. (dostupno na: app.justis.com)

Summary

Dinko Ivković*

**A BASIC OVERVIEW OF DERIVATIVES WITH A REVIEW OF
OPTIONS, OPTION CONTRACTS AND RELATED
CONTRACT TYPES**

The paper offers a general overview of options within the definition of financial derivatives. The manner of concluding an options contract, its legal characteristics and nature are presented in the light of the Croatian substantive law. In the overview of the types of options, the author analyzes the options prescribed by or incorporated into Croatian laws (e.g. Company Act, Takeover Act, Capital Market Act). After a general presentation and analysis of the ISDA documentation for derivatives, the history, overview and main legal issues related to the Croatian Master Agreement for financial derivatives developed within the Croatian Banking Association and ACI Croatia are elaborated. The analysis conducted in this paper demonstrates that the basic legal institutes on which the ISDA Master Agreement is based are also provided in Croatian law or in applicable EU law. All this leads the author to the conclusion that the Local Framework Agreement for Transactions with Financial Derivatives provides a reasonable tool in terms of significant reduction of legal risks and enables reasonable management of other risks to which contractors are exposed when concluding transactions with derivatives.

Keywords: derivatives, options, options contract, ISDA Master Agreement, Local Framework Agreement for Transactions with Financial Derivatives

* Dinko Ivković, LL. M., director in Legal Department, Privredna banka Zagreb d.d., Radnička cesta 44, 10 000 Zagreb, Croatia; dinko.ivkovic@gmail.com; ORCID ID: orcid.org/0000-0001-9975-4299

The content, views and opinions expressed in the text represent exclusively the personal views of the author and not the credit institution in which he is employed.