

## UGOVORI O VALUTNOM I O KAMATNOM SWAPU<sup>1\*</sup>

Dr. sc. Zvonimir Slakoper, redoviti profesor  
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci  
Mr. sc. Marta Božina Beroš  
Odjel ekonomije i turizma,  
Sveučilište u Puli

UDK: 336.78:347.4  
Ur.: 23. prosinca 2008.  
Pr.: 28. veljače 2009.  
Pregledni znanstveni članak

### **Sažetak**

*Nakon dezintegracije monetarnog sustava uspostavljenog sporazumom iz Bretton Wooda i donošenja britanskih restriktivnih deviznih propisa razvili su se ugovori o valutnom swapu i ugovori o kamatnom swapu. Ugovori o valutnom swapu upravljani su na zaštitu od rizika promjene tečaja strane valute, a ugovori o kamatnom swapu na zaštitu od rizika varijabilne kamatne stope. Zaštita se u prvim ugovorima postiže tako što strane ugovaraju sadašnju razmjenu dvije valute po tečaju u vrijeme ugovaranja i ponovnu razmjenu istih valuta u obrnutim smjerovima nakon isteka ugovorenog vremena i po ugovorenom tečaju. Drugi podrazumijevaju postojanje ili nastanak obveze plaćanja kamata ugovornih strana prema trećim osobama, i to obvezu jedne strane da plaća kamatu po fiksnoj stopi i druge po varijabilnoj stopi. U svrhu zaštite od rizika promjene varijabilne kamatne stope te strane ugovaraju isplatu razlike između fiksne stope i varijabilne stope u vrijeme plaćanja.*

*Ugovori o valutnom i o kamatnom swapu ubrajaju se u financijske izvedenice, tj. u financijske instrumente koji su izvedeni iz drugih financijskih instrumenata, u ovom slučaju iz stranih valuta i kamata. Oni su prisutni u više hrvatskih propisa, a i u domaćoj poslovnoj praksi. U poslovnoj praksi redovito se ti ugovori ostvaruju sklapanjem najprije okvirnog ugovora, odnosno ISDA Master Agreementa, kojim se ugovaraju opći uvjeti pojedinih ugovora, koji se nakon toga sklapaju u obliku zaključnice, odnosno potvrde. Na koncu rada prikazuje se građanskopravna kvalifikacija ugovora o swapu u engleskom i njemačkom pravu te izvode zaključci o toj kvalifikaciji prema hrvatskom pravu. Posebno se razmatra pitanje valjanosti ugovora o swapu s obzirom na njihovu aleatornost.*

**Ključne riječi:** bankovni ugovori, valutni swap, kamatni swap.

---

1 □ Rad je objavljen u Zborniku vol. 30 br. 1, 2009. str. 407-448. Zbog anonimnosti postupka recenziranja i kratkoće rokova za korekturu, mr. sc. Marta Božina Beroš izostavljena je kao suautorica rada. Uredništvo Zbornika ispričava se suautorici i rad uz navođenje svih autora u istovjetnom obliku ponovno objavljuje u ovom Zborniku vol. 30 br. 2, 2009.

## ***1. Mjesto ugovora o swapu u trgovačkim poslovima***

### ***1.1. Uvodna napomena***

U ekonomskoj literaturi i propisima ugovori o swapu uvršćuju se među financijske izvedenice (derivate, derivative), pa je prvo potrebno prikazati opći pojam izvedenice, a zatim pojam financijske izvedenice.

### ***1.2. Pojam i temeljne vrste izvedenica***

Pojam i vrste izvedenica objasniti će se prikazom činjeničnih okolnosti koje su odlučne za njihovo razumijevanje.

Prvu okolnost predstavlja činjenica da se tržišne cijene različitih dobara mijenjaju, često ovisno o okolnostima koje nisu predvidive. Npr. tržišna cijena žita u vrijeme žetve ovisi o veličini uroda: ako ukupni urod žita bude veći tržišna cijena će biti niža, a ako bude manji tržišna cijena će biti viša. Veličina uroda i dosljedno tržišna cijena žita u vrijeme žetve, je u vrijeme sjetve, odnosno u razdoblju do žetve nepoznata i ovisi, između ostalog, i o klimatskim prilikama koje predstavljaju nepredvidivu okolnost.

Troškovi proizvodnje žita proizvođaču su poznati prije žetve. Budući da njegova zarada ili gubitak ovise o tomu jesu li troškovi proizvodnje veći ili manji od tržišne cijene žita u vrijeme žetve, za njega postoji rizik da pretrpi gubitak ako bi tržišna cijena žita u vrijeme žetve bila niža od troškova proizvodnje. Ali ako proda urod prije žetve i po cijeni koja je viša od troškova proizvodnje, proizvođač je postigao zaradu i otklonio rizik gubitka zbog niže tržišne cijene u vrijeme žetve.

Rizik gubitka zbog neizvjesnosti koja će biti tržišna cijena žita u vrijeme žetve, snosi i prerađivač žita. On ga snosi zato što cijena koju plaća za žito čini dio njegovih troškova prerade, a ako bi ukupni troškovi prerade bili viši od cijene po kojoj može prodati prerađeno žito, on bi pretrpio gubitak. Stoga, ako prije žetve kupi žito po cijeni koja troškove prerade čini nižima od cijene po kojoj može prodati prerađeno žito, postići će zaradu i otkloniti rizik gubitka zbog moguće više tržišne cijene žita u vrijeme žetve.

Stoga proizvođač i prerađivač žita prije žetve sklapaju kupoprodajni ugovor kojim se prerađivač obvezuje proizvođaču platiti točno određenu cijenu, koja je neovisna o tržišnoj cijeni žita u vrijeme žetve.

Drugi mogući razlog, odnosno pobuda za sklapanje ovog ugovora je špekulacija.

Mogući kupac žita nije samo prerađivač nego i trgovac žitom. Iz dugoročnih vremenskih prognoza trgovac žitom zaključuje da će urod žita biti manji, odnosno cijena žita u vrijeme žetve viša od cijene po kojoj je proizvođač žita spreman prodati urod žita prije žetve, i taj trgovac kao kupac s proizvođačem kao prodavateljem sklopi kupoprodajni ugovor, očekujući da će kupljeno žito u vrijeme žetve moći prodati

skuplje no što ga je kupio. Njegova pobuda nije otklanjanje rizika gubitka, nego očekivanje dobitka<sup>2</sup>.

Nakon sklapanja tog ugovora, iz novih vremenskih prognoza trgovac žitom zaključi da će urod biti veći, a tržišna cijena žita niža od očekivane, a možda i od ugovorene, tj. one koju se obvezao platiti proizvođaču žita. Pobuđen tim, on ponudi da drugome trgovcu žitom prenese sva prava i obveze iz prethodno sklopljenog kupoprodajnog ugovora i to za određenu cijenu. Drugi trgovac žitom drži da će tržišna cijena žita u vrijeme žetve biti viša od cijene koju nudi prvi trgovac te pobuđen očekivanjem zarade na razlici između tih cijena, prihvati ponudu.

Sklopljeni kupoprodajni ugovori nazivaju se terminski ugovori zato što je: (1) njihov predmet standardizirana generička roba, koja ima tekuću, odnosno tržišnu cijenu, (2) ugovorena određena cijena neovisna o tržišnoj cijeni u vrijeme ispunjenja ugovornih obveza.

Žito predstavlja «primarni proizvod»<sup>3</sup>, «temeljnu vrijednost»<sup>4</sup>, «referentnu imovinu»<sup>5</sup>, odnosno «vezanu imovinu»<sup>6</sup>, a kupoprodajni ugovor sklopljen (1) uz točno određenu cijenu žita neovisnu o njegovoj tržišnoj cijeni u vrijeme ispunjenja i (2) zbog smanjenja rizika gubitka ili zbog špekulacije, koji proizlaze iz neizvjesnosti koja će biti tržišna cijena žita u trenutku ispunjenja ugovornih obveza, predstavlja izvedenicu koja je izvedena iz žita kao «temeljne vrijednosti».

«Temeljna vrijednost» ili «primarni proizvod» osim svake trgovačke robe, uključujući posebno plemenite metale, mogu biti dionice i dionički indeksi, vrijednosni papiri s određenom kamatom i strane valute, pa se prema tomu predstavlja li temeljnu vrijednost roba ili jedan od upravo navedenih ostalih predmeta ugovora, izvedenice dijele na robne izvedenice i financijske izvedenice<sup>7</sup>. Dosljedno bi financijske izvedenice bile izvedene iz financijskih «primarnih proizvoda» u koje se ubrajaju dionice i dionički indeksi, vrijednosni papiri s određenom kamatom i strane valute. Osim toga, u primarne financijske proizvode mogu se ubrojiti i ugovori o kreditu, a za swapove su najvažnije strane valute s jedne strane i vrijednosni papiri s određenom kamatom i ugovori o kreditu s druge, jer strane valute predstavljaju primarni proizvod iz kojeg je izveden valutni swap, a vrijednosni papiri s određenom

2 Usp. Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C.: *Principles of Corporate Finance*, 1988., s. 614.

3 Usp. Claussen, Carsten Peter: *Bank- und Boersenrecht*, 2. izd. (dalje: Claussen), s. 559.

4 Usp. Schwintowski, Hans-Peter – Schaefer, Frank A. : *Bankrecht*, 1997. (dalje: Schwintowski/Schaeffer), s. 873.

5 Benjamin, Joanna: *Financial Law*, 2007. (dalje: Benjamin), s. 69. Autorica navodi i kako su izvedenice prvobitno, odnosno izvorno izvedene iz roba, kako su bile poznate i u antičko vrijeme, te kako su se značajno razvile u 19. stoljeću.

6 Usp. Orsag, Silvije: *Vrijednosni papiri*, 2003. (dalje: Orsag), s. 725. – 730.

7 Schwintowski/Schaeffer, s. 873. Palandt: *Buergerliches Gesetzbuch*, 62. izdanje (dalje: Palandt), s. 690 definira derivat kao prava koja su izvedena iz vrijednosnih papira, ali nisu zapisana kao što su prava iz vrijednosnih papira zapisana u ispravi i neodvojiva od isprave.

kamatom i ugovori o kreditu primarni proizvod iz kojeg je izveden kamatni swap<sup>8</sup>.

### **1.3. Položaj i važnost swapova prema ekonomskoj literaturi**

Ekonomska literatura poznaje i rabi pojam financijskih tržišta, koja «omogućavaju razmjenu novčanih viškova i manjkova, tj. novca, kapitala i deviza...»<sup>9</sup>. Ta tržišta ova literatura dijeli na: (1) novčano tržište, (2) tržište kapitala, (3) devizno (valutno) tržište i (4) tržište izvedenih financijskih instrumenata (derivativa, izvedenica).

Devizno tržište ili devizno-valutno tržište<sup>10</sup> je «... dio... financijskog tržišta na kojem se ... trguje stranim valutama...»<sup>11</sup>, a najrašireniji instrumenti tog tržišta su: «terminski ugovori (forward ugovori), valutni futures ugovori (currency futures), valutni swap ugovori (currency swaps) i valutne opcije (currency options)»<sup>12</sup>.

Iako bi izraz «trgovanje» mogao ostaviti nedoumice glede pravne kvalifikacije ugovora koji se sklapaju, Zakon o deviznom poslovanju<sup>13</sup> te nedoumice otklanja izrijekom navodeći kako «tržište stranih sredstava plaćanja, ... obuhvaća sve poslove kupnje i prodaje stranih sredstava plaćanja»<sup>14</sup>, što znači da se radi o kupoprodajnim ugovorima čiji su predmet strana sredstva plaćanja, tj. «devize, strana gotovina, čekovi i ostali novčani instrumenti koji glase na stranu valutu i koji su unovčivi u stranoj valuti»<sup>15</sup>. Ugovori o valutnom swapu bili bi, dakle u vezi s kupoprodajnim ugovorima čiji predmet su strana sredstva plaćanja.

Pod tržištem izvedenih financijskih instrumenata (izvedenica, derivativa) ekonomska literatura uzima «tržišta financijskih instrumenata koji su izvedeni iz već postojećih financijskih instrumenata»<sup>16</sup>, a u izvedene financijske instrumente ubraja termenske ugovore, opcije i zamjene (SWAP) koje mogu biti kamatne, valutne ili ostale<sup>17</sup>. Razvidno je kako se ovdje izrazi «swap» i «zamjena» rabe kao sinonimi te kako bi se radilo o kamatnim, valutnim i ostalim «zamjenama» ili «swapovima», a važno je podrobnije analizirati pojmove «financijskih instrumenata» i «izvedenih financijskih instrumenata» (izvedenica, derivativa).

Financijske izvedenice bile bi «financijski instrumenti, najčešće vrijednosni papiri, kojima je vrijednost izvedena iz vrijednosti neke druge temeljitije varijable, što može biti bilo koja roba, financijski instrument, pa čak i neka druga financijska

---

8 Kamatni swap kao izvedenica kredita promatra se npr. u Hudson, Alastair (ur.): *Credit Derivatives, – Law, Regulation and Accounting Issues*, 1999. (dalje: Hudson, Credit). Stoga bi ovdje ugovor o kreditu bio «primarni proizvod» ili «temeljna vrijednost».

9 Leko, Vlado: *Financijske institucije i tržišta*, 2004. (dalje: Leko), s. 87.

10 Prvi izraz rabi Leko, s. 101., a drugi Lovrinović u Lovrinović, Ivan: *Novčano tržište srce financijskog tržišta*, 1997. (dalje: Lovrinović), s. 153.

11 Leko, s. 101.

12 Lovrinović, s. 153.

13 NN 96/03, 140/05 i 132/06 (dalje: ZDP).

14 Čl. 42. st. 1. ZDP.

15 Čl. 4. ZDP.

16 Lovrinović, s. 153.

17 Orsag, s. 670. – 682.

izvedenica»<sup>18</sup>, a nazivaju se i uvjetovane tražbine, jer su tražbine iz izvedenica uvjetovane tražbinama iz vrijednosnih papira iz kojih su izvedene.

Drugim riječima, financijske izvedenice bili bi financijski instrumenti izvedeni (derivirani) iz primarnih financijskih instrumenata, odnosno «čija je vrijednost izvedena iz neke druge imovine ili iz nekog drugog financijskog instrumenta»<sup>19</sup>. One se dijele, odnosno klasificiraju u četiri skupine, i to na terminske ugovore (futures, forwards), zamjene (swapove), opcije i ostale<sup>20</sup>.

U poredbenoj literaturi navodi se kako su swapovi OTC-proizvodi, a OTC-proizvod su oni koji se sklapaju i odvijaju izvan burze. Tipičnim derivatima kojima se trguje izvan burze pripadaju, s jedne strane jednostavni terminski poslovi (forwards, devizni terminski poslovi, FRAs, swaps) i s druge opcije<sup>21</sup>. Osim izraza «derivati» (izvedenice) rabi se i izraz financijske inovacije, te se financijske inovacije, odnosno izvedenice uvršćuju u četiri skupine: opcijski poslovi, terminski poslovi, swapovi, a u širem smislu ovdje pripadaju i zajmovi vrijednosnih papira<sup>22</sup>. Zastupa se i gledište kako su swapovi nestandardizirani izvedeni financijski instrumenti<sup>23</sup>.

## 2. Povijesne okolnosti i nastanak swapova

### 2.1. Sporazum iz Bretton Woodsa

Pred kraj Drugog svjetskog rata, u srpnju 1944., politički vrh savezničkih država sastao se na UN-ovoj međunarodnoj monetarnoj i financijskoj konferenciji u Bretton Woodu. Ekonomski rezultat ovog političkog dijaloga, ali i rasprave između Keynesa i Whitea bio je sporazum, koji je ustrojio međudržavne financijske i trgovinske odnose u skladu sa njihovim političkim pregovaračkim pozicijama, ali i ekonomskim zahtjevima. Uspostavio je novi svjetski sustav financijskih propisa, institucija i postupaka kojima se uređivao tada postojeći međunarodni monetarni poredak.

Utemeljenjem Međunarodnog monetarnog fonda (u daljnjem tekstu MMF) i Međunarodne banke za obnovu i razvoj (današnje sastavnice Svjetske banke) Bretonvudski sporazum utjecao je i praktično na svjetska monetarna zbivanja tako što je prvi puta u povijesti institucionalizirana međunarodna monetarna suradnja. MMF-ovo djelovanje bilo je usmjereno na stabilizaciju deviznih tečajeva, unaprjeđenje multilateralnog sustava plaćanja, postizanje ravnoteže međunarodne razmjene, i dr. U svrhu postizanja tih ciljeva MMF se koristio politikom deviznih tečajeva i sustavom kvota.

18 Orsag, s. 662.

19 Orsag, s. 659.

20 Prema Orsag, s. 671., osim opcija ovdje se uvršćuju terminski poslovi, swapovi (zamjene) i zajmovi vrijednosnih papira.

21 Nobel, Peter: Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. izd., s. 40.

22 Claussen, s. 560.

23 Zobl, Dieter – Kramer, Stefan: Schweizerisches Kapitalmarktrecht, 2004. (dalje: Zobl/Kramer), s. s. 216. – 217. Za pojam financijskih izvedenica *de lege lata* v. niže «Swap u hrvatskim propisima».

Devizni tečajevi prema politici MMF-a bili su fiksni i utvrđeni prema paritetnom tečaju u odnosu na zlato (tzv. *peg*), odnosno na USD koji je određen kao međunarodna rezervna valuta<sup>24</sup>. Nije, dakle postojao rizik promjene valutnih tečajeva, a time ni rizik gubitka koji bi proizlazio iz toga.

Dodatno, bretonvudski sporazum onemogućio je slobodno kretanje kapitala, u prvom redu stranih valuta uslijed uspostavljenih deviznih ograničenja i strogih financijskih propisa koji su bitno otežali prijenos valuta između subjekata iz različitih država. U vezi s nastankom swapova, osobito treba spomenuti britanske devizne propise, odnosno ograničenja koja su ti propisi sadržavali. Oni su restriktivno određivali iznos nacionalne valute koju su domaći pravni subjekti mogli investirati (odnosno doznačiti) u inozemstvo. Jednako striktni bili su i prema mogućnosti zaduživanja stranih pravnih osoba – investitora, na britanskom financijskom tržištu.

## 2.2. *Dezintegracija postojećeg sustava*

Kako je u tom sustavu USD faktički bio vodeća svjetska valuta, nepovoljne političko-ekonomske okolnosti 70-ih godina prošlog stoljeća dovele su to toga da SAD više nije imao gospodarski interes za održavanjem postojećeg čvrstog pariteta stranih valuta. Stoga je SAD, oko 1971. odlučio staviti izvan snage dio sporazuma iz kojeg proizlazi takav paritet stranih valuta. Uspostavljeno je slobodno kretanje deviznih tečajeva, što je rezultiralo nastankom rizika gubitka u poslovanju zbog mogućih promjena u vrijednosti valuta, ali i pojavom financijskih špekulacija<sup>25</sup>.

U uzročnoj vezi sa slobodnim kretanjem, odnosno promjenjivošću deviznih tečajeva, povećana je i mogućnost i učestalost promjene kamatnih stopa od strane središnjih banaka. U takvim uvjetima subjekti preferiraju promjenjivu kamatnu stopu kod odobravanja zajmova, odnosno kredita i izdavanja obveznica.

Za razumijevanje swapa, osim svega rečenog, potrebno je posebno istaći kako postoji kontinuirana ekonomska potreba za pribavljanjem novčanih sredstava u stranoj valuti i uz što niže troškove, tj. što nižu kamatu. Zbog te potrebe subjekti se kontinuirano zadužuju, uzimajući zajmove, odnosno kredite i izdavajući vrijednosne papire čijom prodajom pribavljaju novčana sredstva. Istovremeno, zbog nastanka spomenutih rizika, subjekti su zainteresirani za pronalaženje odgovarajućih metoda zaštite od posljedica koje ti rizici mogu uzrokovati.

Ugovorima o swapu ti se rizici smanjuju. Dapače, «velika potreba za osiguranjem od rizika promjene valutnih tečajeva i kamatnih stopa bila je zadovoljena swapovima, terminskim ugovorima, opcijama...»<sup>26</sup>.

24 Utvrđeni devizni tečaj pojedine valute mogao je fluktuirati unutar raspona od +/- 1%, a u slučaju ozbiljnijih poremećaja platne bilance države, dopuštala se reevalvacija i deevalvacija valute uz prethodnu suglasnost MMF-a.

25 Pod financijskim špekulacijama mogu se uzeti poslovi koji se temelje na očekivanjima promjene vrijednosti, npr. stranih valuta i promjene kamatnih stopa, u svrhu zarade.

26 Benjamin, s. 65.

### 2.3. «Paralelni zajam» i «uzajamni zajam»

Prije pojave swapova nastali su «paralelni zajam» i «uzajamni zajam».

Prvo je nastao «paralelni zajam». Ovaj ugovor predstavlja sporazum dvaju subjekata (redovito pravnih osoba, odnosno trgovačkih društava) kojima oni preuzimaju istovremenu i uzajamnu novčanu obvezu međusobne razmjene određenog iznosa vlastitih, domaćih valuta na određeno vremensko razdoblje te uzajamni povrat primljenih iznosa uz plaćanje ugovorenih kamata. Složenost strukture ovog ugovora u praksi rezultirala je pojavom mnogih pravnih dvojbi pri izvršavanju samog ugovora koje su se redovito vezivale uz rizik neispunjenja<sup>27</sup>.

Maksimalno pojednostavljivanje izložene poslovne tehnike i njeno uobličavanje u “pravno prihvatljiviji” oblik rezultiralo je stvaranjem, tzv. *back-to-back loans*, odnosno “uzajamnih zajmova”. Ovim se ugovorom njegovi subjekti obvezuju da će jedan drugome dati u zajam određeni novčani iznos u različitoj valuti na određeno vrijeme uz obvezu međusobnog plaćanja ugovorene vrste i visine kamata na primljeni iznos. Istekom ugovorenog roka, dolazi do međusobnog povrata primljenih iznosa u primljenoj valuti, čime dolazi do ispunjenja ugovora i njegova prestanka<sup>28</sup>. Iz izloženog sadržaja i postupka primjene “paralelnog zajma” moguće je prepoznati sličnosti s ugovorom o kamatnom *swapu*, dok se ugovorni model “uzajamnih zajmova” vezuje uz razvoj današnjeg ugovora o valutnom *swapu*.

Paralelne zajmove i uzajamne zajmove postupno su zamijenili ugovori o *swapu*.

### 2.4. Počeci ugovora o *swapu*

Za razliku od svojih ugovornih prethodnika, *swapovi* nude veću fleksibilnost ugovaranja te strukturiranja ovih financijskih instrumenata “po mjeri” odnosno želji njihovih korisnika (tzv. *bespoke financial products*). *Swapovi* su ovisni o kretanjima kamatnih stopa i onima na deviznom tržištu, s obzirom na to da ova kretanja izravno utječu na uspješnost tržišta *swapovima*.

Prvi ugovor o *swapu* sklopljen je već 1976. godine između nizozemskog trgovačkog društava Bos Kalis Westminister i Imperial Chemical Industries Finance Ltd. London, preko Goldman Sachsa i Continental Illinois Ltd. kao financijskog posrednika (tzv. *swap facilitator*). Međutim podaci o ovom aranžmanu nisu bili obavljani s obzirom na to da je Goldman Sachs ugovaranje cijele financijske transakcije tretirao kao tadašnju stratešku poslovnu prednost<sup>29</sup>.

Za primjer prvoga sklopljenog ugovora o kamatnom *swapu* ekonomska literatura uzima ugovor sklopljen u kolovozu 1981. godine između IBM-a i Svjetske

---

27 O tome vidi Strahinjić, Ratko: *Ugovor o valutnom i kamatnom swapu*, Magistarski rad, Pravni fakultet, Zagreb, 1991. (dalje: Strahinjić), s. 9.

28 Ibid.

29 Vidi Gengatharen, R.: *Derivatives Law and Regulation*, Kluwer Law International, London 2001, (dalje: Gengatharen), s.11.

banke kojim se Svjetska banka obvezala servisirati (podmiriti) postojeći dug IBM-a denominiran u švicarskim francima (CHF) i tadašnjoj njemačkoj marki (DEM), dok se IBM zauzvrat obvezao podmiriti postojeći dug Svjetske banke denominiran u američkim dolarima (USD)<sup>30</sup>. Ovaj ugovor o kamatnom *swapu* prekretnica je razvoja tržišta *swapovima*, s obzirom na to da je neupitan poslovni ugled stranaka predmetnog ugovora zajamčio isplativost ovog financijskog instrumenta.

Kao prvi *cross currency floating to fixed rate swap* navodi se ugovor sklopljen 1981. godine između francuskog automobilskog proizvođača Renault i japanskog trgovačkog društva za trgovanje vrijednosnicama Yamaichi Securities Co. Radi financiranja poslovnog pothvata u Japanu, Renault je bio zainteresiran za zaduživanje u jenima uz fiksnu kamatu, koju zbog tadašnjih nacionalnih propisa, nije mogao pribaviti na japanskom financijskom tržištu. Na raspolaganju su mu bile kreditne linije denominirane u američkim dolarima uz promjenjivu kamatu. Istovremeno, Yamaichi Securities Co. raspolagao je značajnim iznosima u domaćoj valuti, doznačenih od strane japanskih investitora u svrhu kupnje američkih obveznica s promjenjivom kamatnom stopom (tzv. *Floating Rate Notes*) koje glase na američke dolare. Renault i Yamaichi Securities Co. sklopili su ugovor o valutnom swapu temeljem kojeg je francuski automobilski proizvođač pribavio potrebni iznos jena na koje je plaćao fiksnu kamatu Yamaichiju, dok je Yamaichi na primljeni valutni iznos u američkim dolarima plaćao Renaultu promjenjivu kamatu, koju je isplaćivao iz kupljenih obveznica. Po isteku ugovorenog vremena ugovorne strane međusobno su razmijenile primljene valutne iznose<sup>31</sup>.

### 3. Pojam i vrste swapa

#### 3.1. Uvodna napomena

Temeljne vrste swapova su valutni swap i kamatni swap. Oni se često prikazuju zajedno, ali poglavito zbog toga što su i jedan i drugi financijske izvedenice i zbog temeljno istovjetne svrhe, a to je otklanjanje rizika promjene vrijednosti kod primarnog instrumenta iz kojeg su izvedeni. Odnosno, zbog otklanjanja rizika gubitka koji bi nastao uslijed promjene vrijednosti strane valute, što je svrha valutnog swapa, odnosno promjene kamatne stope u kreditu koji je od trećeg uzela ugovorna strana ili na vrijednosni papir koji je izdala ta strana, što je svrha kamatnog swapa<sup>32</sup>.

30 Vidi Hull, J.C.: *Options, Futures and Other Derivatives*, 6th ed., Prentice Hall, New Jersey 2006. (dalje: Hull) s. 149,

Kolb, R.W.: *Futures, Options, and Swaps*, 4th ed., Blackwell Publishing, London, 2003. (dalje: Kolb), s. 670.

31 Vidi Strahinjić, s. 55.

32 Prema Benjamin, s. 67. «swapovi se široko koriste u upravljanju financijskim rizicima, uključujući naročito kamatni, valutni, tržišni i kreditni rizik» pri čemu se pod kamatnim rizikom uzima rizik gubitka povezan s promjenama promjenjive kamatne stope, a valutnim rizikom rizik gubitka povezan s promjenama u relativnoj vrijednosti razlika valuta.



No, kako u drugim činjeničnim okolnostima i pravnim pitanjima glede temeljnih vrsta swapova ima malo zajedničkih elemenata, pojam i vrste swapova dalje će se prikazati zasebno.

### 3.2. Valutni swap

Ugovorom o valutnom swapu ugovorne strane uzajamno se obvezuju, prvo razmijeniti, odnosno jedna drugoj isplatiti, novčane svote u dvjema različitim valutama, ali iste vrijednosti. Odnosno uz primjenu tečaja u vrijeme isplate, a nakon ugovorenog vremena ponovno razmijeniti, odnosno isplatiti, iste vrijednosti u istim valutama, sada u obrnutom smjeru.

Pri drugoj razmjeni tih različitih valuta primjenjuje se isti tečaj koji se primjenjivao pri prvoj razmjeni<sup>33</sup>, odnosno one se razmjenjuju po terminskom tečaju<sup>34</sup>.

Osim što strane ugovaraju dvostruku razmjenu, međusobne isplate, jednake vrijednosti u različitim valutama, one uz to ugovaraju i međusobna plaćanja kamata na primljene svote<sup>35</sup>, iako se u dijelu literature plaćanje kamata ne spominje u vezi s pojmom, tzv. «čistog» valutnog swapa<sup>36</sup>.

Drugim riječima, ispunjenje «klasičnog» ugovora o valutnom *swapu* obično se sastoji od tri ugovorne etape s karakterističnim prestacijama. Kontrahenti najprije međusobno isplaćuju ugovorene valutne iznose čija se visina određuje po promptnom tečaju predmetne valute prema nekoj drugoj ugovorenoj valuti na dan samog sklapanja ugovora. Sljedeća etapa kod ispunjenja ugovora sastoji se u međusobnom plaćanju ugovorene kamate na primljeni iznos strane valute, prema prethodno utvrđenoj dinamici, a tijekom ugovorenog vremena trajanja ugovora. Na kraju, istekom ugovorenog vremena trajanja ugovora, dolazi do međusobnog povrata prethodno primljenih valutnih iznosa, čija je visina utvrđena na dan sklapanja ugovora sukladno terminskom tečaju valuta<sup>37</sup>.

Ugovor o valutnom swapu možemo podijeliti na tri različite vrste prema vrsti kamatne stope prema kojoj se određuje kamata, koju se strane obvezuju plaćati:

- klasični valutni swap, ako su obje ugovorene stope fiksne,
- *cross currency floating to fixed rate swap*, ako je jedna ugovorena stopa fiksna, a druga promjenjiva i
- *cross currency floating to floating rate swap*, ako su obje ugovorene stope promjenjive.

Ovo razlikovanje vrsta valutnog swapa proizlazi iz različitih ekonomskih interesa i financijskih pozicija ugovornih strana. Jednostavno govoreći, klasičnim

33 Kraemer, Lutz: *Finanzswaps und Swapderivate in der Bankpraxis*, 1999.  
(dalje: Kraemer), s. 86.

34 Schwintowski/Schaefer, s. 911.

35 Kraemer s. 86.

36 Schwintowski/Schaefer, s. 911.

37 Vidi Hudson, A.: *The Law on Financial Derivatives*, 3rd ed., Sweet & Maxwell, London 2002. (dalje: Hudson, *The Law*), s. 62.

valutnim swapom otklanja se rizik promjene tečaja strane valute. Kod *currency floating to fixed rate swap* uključen je rizik promjene kamatnih stopa, ali samo kod jedne ugovorne strane, a u slučaju *cross currency floating to floating rate swap* taj je rizik uključen kod obje ugovorne strane.

Posljednje dvije vrste valutnog swapa u literaturi se ponekad izdvajaju iz podjele swapova na kamatne i valutne, i to kao posebna vrsta swapa, kombinirani valutno-kamatni swap<sup>38</sup>.

### 3.3. Kamatni swap

Iako se ugovor o kamatnom swapu neobično često naziva «zamjenom kamatnih stopa» (interest rate swap), odnosno ugovorom o zamjeni kamatnih stopa<sup>39</sup>, tim ugovorom strane ne zamjenjuju kamatne stope – što je doslovno uzeto i nemoguće – niti razmjenjuju kamatne obveze koje imaju prema trećim osobama, a naziv ovog ugovora proizlazi iz ekonomskih učinaka koje njegovo sklapanje i ispunjenje ima za ugovorne strane. Dapače, u pretežno ekonomskoj literaturi, navodi se kako ugovor o kamatnom swapu predstavlja sporazum između dvaju subjekata kojima se oni obvezuju razmijeniti određene kamatne obveze unutar unaprijed određenog vremenskog razdoblja, na temelju prethodno utvrđenog iznosa glavnice<sup>40</sup>. Te, kako njime ugovorne strane preuzimaju međusobnu novčanu obvezu o isplati ugovorene vrste i visine kamate tijekom određenog vremena i prema određenoj dinamici (periodična plaćanja), na istu valutu i isti iznos glavnice<sup>41</sup>.

Umjesto toga, za razumijevanje kamatnog swapa treba reći slijedeće.

On je izveden iz ugovora o kreditu<sup>42</sup> ili drugoga pravnog odnosa koji postoji između strana ugovora o swapu i trećih osoba, u kojima strane ugovora o swapu prema trećim osobama imaju obvezu plaćanja kamata. Strana koja trećem vjerovniku plaća ugovornu kamatu po promjenjivoj (varijabilnoj) stopi izložena je riziku povećanja kamatnih stopa, odnosno riziku povećanja svote koju je kao kamate dužna plaćati tom vjerovniku. Druga strana trećem vjerovniku plaća ugovornu kamatu po fiksnoj stopi. Ako prva strana u razdoblju do potpunog ispunjenja njene obveze prema trećem vjerovniku očekuje povećanje kamatnih stopa, a druga strana smanjenje, prvoj je strani u interesu plaćanje kamata po fiksnoj stopi, a drugoj po promjenjivoj stopi.

Stoga one sklapaju ugovor kojim se druga strana obvezuje plaćati prvoj kamate po promjenjivoj stopi, a prva strana drugoj po fiksnoj stopi i to na istu glavnici, a ta odgovara glavnici duga, i jedne, i druge strane prema trećim vjerovnicima. Drugim riječima, druga strana plaćat će prvoj strani svote, koje prva strana kao kamate plaća

38 Schwintowski/Schaefer, s. 910.

39 Npr. Benjamin, s. 67. rabi izraz «interest rate swap».

40 Rose, S. P.: *Commercial Bank Management*, Richard D. Irwin, Inc., Boston 1991. (dalje: Rose).

41 Vidi Strahinjić, s. 35.

42 Kamatni swap kao izvedenica kredita promatra se npr. u Hudson, Credit. Stoga bi ovdje ugovor o kreditu bio «primarni proizvod» ili «temeljna vrijednost».

svom vjerovniku (uz primjenu promjenjive kamatne stope), a prva strana plaćat će drugoj strani svote, koje druga strana kao kamate plaća svom vjerovniku (uz primjenu fiksne kamatne stope).

Nakon prijeloja međusobnih tražbina prve i druge strane, jedna strana razliku isplaćuje drugoj<sup>43</sup>. Ako stopa promjenjive kamate bude povećana u odnosu na stopu fiksne kamate, obveza druge strane će biti veća od obveze prve i razliku će druga strana isplatiti prvoj. Ako stopa promjenjive kamate bude smanjena u odnosu na stopu fiksne kamate, veća će biti obveza prve strane i ona će razliku isplatiti drugoj. U prvom će slučaju svota koju druga strana plaća prvoj, odgovarati povećanju svote koju prva strana plaća trećem vjerovniku, što znači da njena imovina neće biti smanjena zbog povećanja (promjenjive) kamatne stope. U drugom će slučaju za svotu, koju prva strana plaća drugoj, imovina druge strane biti povećana, jer će od prve primiti veću svotu od svote koju duguje trećem vjerovniku kao kamatu (po fiksnoj stopi).

Dosljedno tomu, u literaturi se navodi kako pri temeljnom obliku kamatnog swapa strane ugovaraju, tijekom ugovorenog razdoblja, razmijeniti novčane isplate u istoj valuti. Kod navedenog, jedna strana preuzima drugoj isplate «kamata» po fiksnoj stopi na fiktivni nominalni iznos, a zauzvrat se druga obvezuje prvoj na isti fiktivni nominalni iznos isplate «kamata» po varijabilnoj stopi<sup>44</sup>. Ili, drugim riječima, pri tipičnom kamatnom swapu strane ugovaraju da tijekom trajanja ugovora A plaća B čvrsti iznos a B, A varijabilni iznos, a oba na istovjetnu nominalnu svotu kao fiktivnu veličinu na koju se ti iznosi obračunavaju<sup>45</sup>. Također, kamatni swap je «... sporazum između dviju stranaka o međusobnoj periodičnoj isplati određenih iznosa denominiranih u istoj valuti»<sup>46</sup>.

Posebno, pak, treba naglasiti da kod kamatnog swapa strane ne isplaćuju glavnice<sup>47</sup>.

Praksa je stvorila nekoliko vrsta ugovora o kamatnom swapu od kojih su prve dvije osnovne:

- **kuponski kamatni swap** (tzv. *plain vanilla interest rate swap, coupon swap*)  
i
- **bazni kamatni swap**.

Kasnih osamdesetih godina dvadesetog stoljeća razvile su se nove vrste financijskih izvedenica temeljenih na ugovoru o swapu, koje se nazivaju *fully paid transactions*)<sup>48</sup> i to su *floor, cap* i *collar*.

---

43 Prema Henderson, S. K.: Henderson on Derivatives, LexisNexis Butterworths, London 2003. (dalje: Henderson) s. 45.: «where the variable, or floating amount is greater than the fixed rate amount, then it is surplus of that floating amount over the fixed one which is payable by the party owing that floating amount, and vice versa.».

44 Schwintowski/Schaefer, s. 911.

45 Kraemer s. 79.

46 Vidi Hudson, The Law, s. 50.

47 Claussen, s. 380

48 Vidi Henderson, s. 45.

## 4. Ekonomska analiza swapova

### 4.1. Općenito

Unutar područja financijskih izvedenica ugovori o zamjeni ili *ugovori o swapu* zauzimaju vodeće mjesto, u smislu učestalosti njihove uporabe u međunarodnim financijskim transakcijama te u pogledu udjela koji ovi financijski instrumenti zauzimaju unutar ukupne vrijednosti tržišta financijskim izvedenicama<sup>49</sup>. Ugovore o *swapu* kao financijski instrument izuzetno prilagodljive financijsko-pravne strukture, poput ostalih financijskih izvedenica, karakterizira složeni odnos uzajamne povezanosti financijskih i pravnih elemenata unutar integralne, autohtone cjeline.

*Swapovi* su imali presudan utjecaj na sektore financiranja, omogućujući društvima ulazak u nova tržišta kapitala te iskorištavanje prednosti inovativnih proizvoda bez povećanja rizika. Njihova uporaba, u skladu s općenitim karakteristikama financijskih izvedenica, omogućuje učinkovitije upravljanje tržišnim rizicima, smanjenje troškova financiranja, veću diversifikaciju portfelja i uvećani prinos na uložena sredstva. Konkretnije, ugovor o valutnom *swapu* omogućava sudionicima na tržištu sniženje troškova vezanih uz upravljanje sa stranom valutom, pomoću arbitraže<sup>50</sup> njihova relativnog pristupa različitim deviznim tržištima. Valutni *swap* najčešće se koristi kod dugoročnog financiranja u stranoj valuti te u slučaju potrebe povećanja likvidnosti na tržištu. Kao što je već rečeno, ovaj ugovor pretvara ekonomske slabosti – poput segmentacije tržišta kapitala, u prednost koristeći se metodama porezne, pravne i tržišne arbitraže.

### 4.2. Valutni swap

Ekonomska analiza ugovora o valutnom swapu vezana je uz međunarodno tržište kapitala. Iako suvremena financijska teorija smatra kako je među svjetskim financijskim tržištima postignut zadovoljavajući stupanj harmonizacije i integracije, brojna empirijska istraživanja dokazuju kako su svjetska tržišta kapitala izrazito

---

49 Ekspancijalni rast vrijednosti tržišta ovih financijskih instrumenata jedinstvena je pojava modernih financija. Radi se o najbržem razvoju i rastu u vrijednosti pojedinog financijskog instrumenta u povijesti financija općenito. Godine 2005., vrijednost tržišta swapovima prešla je nominalnu vrijednost od 180 trilijuna američkih dolara. Vidi Kolb, s. 660.

50 Arbitraža, sukladno definiciji ponuđenoj u Rječniku bankarstva (Leko, V. (ur): Rječnik bankarstva, Masmedia, Zagreb, 2003., str. 26.), jest prosudba, ostvarivanje dobiti ili profitiranje na temelju trgovanja istim vrijednosnicama, valutama ili robom, unutar dva ili više tržišta. Pretpostavka arbitraže jest postojanje inherentne nepravilnosti tržišta. Arbitraža omogućuje uspješniju trgovinu unutar tržišta na kojima se djeluje.

segmentirana<sup>51</sup>. Ekonomsku motivaciju za sklapanje ugovora o valutnom *swapu* možemo razložiti zahvaljujući pretpostavci nesavršenosti financijskog tržišta. Ne ulazeći zasebno u cjelovitu analizu tržišne asimetrije, naše razlaganje temeljimo na tezi tržišne neefikasnosti u slučaju zaduživanja dvaju subjekata (redovito trgovačkih društava) na određenom financijskom tržištu i pojave, tzv. komparativne prednosti - u smislu nižeg troška zaduživanja čime je jednom od subjekata omogućena strateška prednost naspram drugog<sup>52</sup>.

U tom pogledu, analizu poslovne tehnike sklapanja i izvršavanja ugovora o valutnom swapu moguće je razložiti na jednostavnom modelu dvaju država, uzmimo Francusku i Sjedinjene Američke Države. Pretpostavimo kako se trgovačko društvo sa sjedištem u Francuskoj relativno jednostavno može zadužiti na francuskom tržištu kapitala, no njegov je pristup američkom financijskom tržištu (pretpostavimo da ondje želi investirati i ostvariti svoj kredit) i tamošnjim investitorima otežan. Isto vrijedi i za suprotnu situaciju u kojoj bi se jedno američko trgovačko društvo željelo zadužiti na francuskom tržištu kapitala radi financiranja određene investicije u toj državi<sup>53</sup>. Pretpostavimo da je društvo A francusko trgovačko društvo koje se može zadužiti u eurima po kamatnoj stopi od 7%, dok američko trgovačko društvo – društvo B, to isto može učiniti po kamatnoj stopi od 8%. Istovremeno, društvo B može ostvariti kredit denominiran u američkim dolarima po kamatnoj stopi od 9% dok društvo A može pozajmiti potrebna sredstva na američkom tržištu kapitala po višoj kamatnoj stopi od 10%. Komparativne prednosti društva A vezane su uz zaduživanje u eurima, dok su one društva B vezane uz zaduživanje u američkim dolarima. Pod uvjetom prethodnog pribavljanja novčanih sredstava u skladu s vlastitim strateškim prednostima na domaćem tržištu kapitala, društva A i B mogu pristupiti sklapanju ugovora o valutnom *swapu*.

Neefikasnost financijskog tržišta jest u tomu što će investitori različito vrednovati i pristupati stranim sudionicima na tržištu od onih domaćih, čime ovi potonji stječu stratešku, komparativnu prednost.

Dakle, temeljni ekonomski razlog sklapanja ugovora o valutnom sklopu je smanjenje troškova zaduživanja na inozemnom tržištu kapitala pomoću svojevrzne arbitraže u smislu odabira tržišta kapitala. U tom pogledu ugovor o valutnom swapu pogodan je alternativan izvor financiranja.

Nadalje, ekonomska svrha ovog ugovora može biti i zaštita od rizika promjena

---

51 U smislu njihove ograničenosti državnim područjem i nacionalnim pravnim sustavom unutar kojeg djeluju. Ova segmentacija tržišta kapitala većinom je posljedica državnih restrikcija na sastav međunarodnog portfelja pojedinih investitora. O tome vidi istraživanje Bonser-Neal, C. G., Brauer, R. N., Wheatley, S.: *International Investments Restrictions and Closed-End Country Fund Prices*, *The Journal of Finance*, Vol. 45 (2), lipanj 1990, American Finance Association, s. 523-547.

52 Primjerice, trgovačko društvo može imati sjedište u državi na čijem se tržištu zadužuje, nadalje može biti bolje informiran o prilikama na tržištu, može biti u boljoj poslovnoj poziciji (bonitet, kreditna sposobnost) od svog suugovaratelja, itd.

53 Primjer preuzet iz Kolb, s. 668.

u vrijednosti valuta, odnosno deviznog tečaja. Primjerice, ukoliko neko trgovačko društvo želi investirati u američkim dolarima a većina njegove financijske imovine denominirana je u eurima, valutnim *swapom* može se učinkovito zaštititi od rizika promjena u tečajnoj vrijednosti razmjene eura i američkog dolara (tzv. *hedging*).

Ubrzani razvoj i široka primjena valutnog swapa može se zahvaliti i aktualnim računovodstvenim metodama i financijskog izvještavanja.

### 4.3. Kamatni swap

Učestalost sklapanja i primjene ovog ugovora govori o njegovoj izuzetnoj prilagodljivosti kao financijskog instrumenta koja se izravno nastavlja na tzv. komparativne prednosti koje pojedini sudionici na tržištu koriste kao svoju stratešku prednost u poslovanju. Kod ugovora o kamatnom swapu, radi se da pojedina trgovačka društva mogu ostvariti povoljnije uvjete financiranja (niži trošak zaduživanja) na tržištu, zahvaljujući boljem poznavanju tržišnih prilika, ali i vlastitom, dosljednom, poslovnom bonitetu i kreditnoj klasi. U praktičnom smislu to znači kako će navedeni čimbenici odlučujuće utjecati na ukupni trošak financiranja subjekta s obzirom na to da će se u skladu s njima obračunavati kamate na pozajmljena sredstva, računati visina premije za rizik te visina ostalih naknada i drugi uvjeti zaduživanja.

Uzmemo li kao primjer poslovne banke (većina europsko-kontinentalnih financijskih tržišta je tradicionalno temeljena na bankama, tzv. bankocentričnost) jasno je kako se dio njihova posla sastoji u povećanju prinosa na uložena sredstva (aktiva bilance). Poslovne banke svoja ulaganja financiraju prikupljenim sredstvima (pasiva bilance) koja su, međutim, različite ročnosti i kamatnih stopa (neusklađenost aktive i pasive). Primjerice, banka može na uložena sredstva naplaćivati fiksnu kamatu dok na prikupljena sredstva isplaćuje promjenjivu kamatu (vrijedi i suprotni slučaj). U tom pogledu nepovoljna kretanja kamatnih stopa na tržištu, dakle smanjenje aktivnih i povećanje pasivnih kamatnih stopa imali bi negativne učinke na bančino poslovanje, odnosno njen račun dobiti i gubitka i na novčane tijekove.

Navedeno je moguće razjasniti na sljedećem primjeru. Pretpostavimo da se ugovor o kamatnom *swapu* sklapa na vrijeme od pet godina (tzv. *tenor*), te da se temelji na glavnici od 1 milijuna USD (tzv. *notional amount*, *notional principal amount*) uz godišnje plaćanje kamata. Pretpostavimo da se društvo A obvezuje plaćati fiksnu kamatu od 9% društvu B na navedenu glavnici, a zauzvrat se društvo B obvezuje

plaćati promjenjivu kamatu, prema LIBOR-u<sup>54</sup> (tzv. *LIBOR flat*), društvu A. Dakle, društvo A plaća društvu B 9% kamate na glavnici od 1 milijuna USD na godinu, što iznosi 90.000 USD<sup>55</sup>. Društvo B plaća društvu A kamate na istu glavnici ovisno o kretanjima LIBOR-a na tržištu. S obzirom na to da se kamate isplaćuju godišnje, neka i u ovom primjeru referencijalna stopa LIBOR-a bude ona za kredite od godine dana. Pretpostavimo da jednogodišnji LIBOR iznosi 8.75% na dan sklapanja ugovora o kamatnom swapu ( $t = 0$ ). Buduća kretanja LIBOR-a nisu poznata kontrahentima. Općenito možemo zaključiti kako će iznos na ime promjenjivog LIBOR-a na kraju svakog razdoblja  $t$ , biti  $t \cdot I$ . Kako se u izloženom primjeru kamatni swap ugovara u petogodišnjem trajanju, kažemo da ugovor ima pet određenih datuma plaćanja (tzv. *determination dates*)<sup>56</sup> koji su određeni na svaku godinu trajanja ugovora, dakle 0, 1, 2, 3 i 4 te pet datuma dospijeca (tzv. *payment date*). Datum plaćanja je godinu dana kasnije od datuma utvrđivanja plaćanja<sup>57</sup>. Dakle, vrijednosti LIBOR-a će se bilježiti od početka izvršavanja ugovora o kamatnom swapu te će se na temelju toga odrediti njegova vrijednost po završetku prvog razdoblja. Kako smo pretpostavili da će LIBOR na dan sklapanja ugovora iznositi 8.75%, možemo zaključiti kako će prvi iznos koji će društvo B platiti na ime kamata biti 87.500 USD. Sukladno tomu, drugi iznos koji društvo B mora platiti nastupa u vrijeme  $t = 2$  i jednak je vrijednosti LIBOR-a temeljem njegovih kretanja u vrijeme  $t = 1$ .

---

54 LIBOR je međubankovna, ponudbena kamatna stopa koja se obračunava na međusobne kredite banaka prvorazrednog kreditnog rejtinga, na tržištu kapitala u Londonu. Dospijeće ovih kredita može biti različito – od mjesec do godine dana. Radi se o promjenjivoj kamatnoj stopi koja odražava bankarske troškove prikupljana sredstava na tržištu novca u svrhu daljnjih plasmana. Vrijednost LIBOR-a utvrđuje se svakodnevno i objavljuje ju Britansko udruženje bankara (British Bankers' Association) nakon 11.00 h ujutro, po londonskom vremenu. Referencijalna je stopa za GBP, USD, EUR, YEN, CHF, i dr.

55 Upravo stoga što se iznos glavnice ne "razmjenjuje" među strankama ugovora, već se samo koristi kao temeljni iznos za obračun kamata, u literaturi se naziva *notional amount*.

56 "...the dates at which the amount of payments due from each party are determined."  
Vidi Kolb, s. 664.

57 Općenito, kod ove vrste kamatnog *swap*a datum plaćanja slijedi jedan vremenski period kasnije od datuma samog utvrđivanja plaćanja. Većina *swap*ova se uređuje tako da se iznosi unaprijed utvrđuju a zatim podmiruju kao dug ("Most swaps are determined in advance and paid in arrears." Ibid.).

## NOVČANI TIJEK KOD KLASIČNOG UGOVORA O KAMATNOM SWAPU

god	LIBOR <sub>t</sub>	iznos promjenjive kamate društvo B plaća društvu A	iznos fiksne kamate društvo A plaća društvu B
0	8.75%		
1	LIBOR <sub>1</sub> = ?	LIBOR <sub>0</sub> x 1.000.000. USD = 87.500 USD	90.000 USD
2	LIBOR <sub>2</sub> = ?	LIBOR <sub>1</sub> x 1.000.000. USD	90.000 USD
3	LIBOR <sub>3</sub> = ?	LIBOR <sub>2</sub> x 1.000.000. USD	90.000 USD
4	LIBOR <sub>4</sub> = ?	LIBOR <sub>3</sub> x 1.000.000. USD	90.000 USD
5	N/A	LIBOR <sub>4</sub> x 1.000.000. USD	90.000 USD

\* preuzeto iz Kolb, s. 663.

Kao i kod valutnog swapa, ugovor o kamatnom swapu putem arbitraže pronalazi jedinstveno rješenje prema konkretnim potrebama određenog subjekta, koristeći se opet metodom arbitraže – porezne, pravne (u smislu pozitivnopravnog uređenja), kamatne i dr.

#### 4.4. Ekonomska svrha

Ugovorom o kamatnom swapu ostvaruje se zaštita (*hedging*) od rizika promjene kamatnih stopa na tržištu te dodatno osiguranje u smislu predvidljivosti budućih prinosa.

Kako bismo razložili tehniku kamatnog *swapa* pretpostavimo da imamo dva različita trgovačka društva – označit ćemo ih opet kao društvo A i društvo B.

Društvo A sa slabijim kreditnim rejtingom (npr. BB) zadužuje se u iznosu od 100 milijuna USD uz promjenjivu kamatnu stopu LIBOR + 0.50%. Pozajmljena sredstva ulaže u kreditni portfelj uz fiksnu kamatnu stopu u iznosu od 13.25% godišnje. U slučaju da se LIBOR poveća na više od 12.75% društvo A ostvarilo bi gubitak s obzirom na to da bi kamatni troškovi bili veći od njegovih kamatnih prihoda, no u slučaju rasta LIBOR –a društvo A ostvarilo bi dobit.

Društvo B ima prvorazredni kreditni rejting AAA te bi se na domaćem tržištu moglo zadužiti uz promjenjivu kamatnu stopu LIBOR + 0.00% godišnje. No zadužilo bi se uz fiksnu kamatnu stopu od 11% godišnje na iznos od 100 milijuna USD. Sredstva ulaže u kreditni portfelj uz promjenjivu kamatnu stopu LIBOR + 0.75% godišnje. U slučaju smanjenja LIBOR-a društvo B ostvarilo bi gubitak, no u slučaju njegova povećanja ostvarilo bi dobit.

S obzirom na to da društvo A preferira fiksnu kamatu, a društvo B promjenjivu, oni ulaze u *swap*. Ugovor o kamatnom *swapu* sklapaju preko banke posrednika, čime im je omogućena zaštita od negativnih posljedica kretanja LIBOR-a i jeftiniji troškovi financiranja od onih koje bi ostvarili samostalnim zaduživanjem na domaćem tržištu.



Sklapanjem ugovora o kamatnom swapu društvo A plaća kamate po stopi LIBOR + 0.00%, a plaća fiksno po stopi od 11.35%, dok društvo B prima fiksno 11.25%, a plaća LIBOR + 0.00%. Svako od društava otplaćuje svoj dug (glavnica + kamata) i naplaćuje svoje potraživanje (glavnica + kamata) u skladu s ranije sklopljenim ugovorima, dok je ugovor o kamatnom swapu zaseban, samostalan ugovor<sup>58</sup>.

S obzirom na to da u primjeru navodimo banku posrednika kod swap transakcije, zaključit ćemo kako danas više sudionici tržišta ne traže samostalno potencijalnog suugovaratelja za *swap* transakciju, već se s nalogom za pronalaženje prikladnog poslovnog partnera obraćaju samoj poslovnoj (investicijskoj) banci. Same ugovorne strane kamatnog swapa danas često ostaju međusobno nepoznate s obzirom na to da svaka od njih sklapa pojedinačan ugovor o kamatnom swapu s konkretnom bankom, koja kao financijski posrednik prima za navedenu uslugu određenu proviziju.

Najčešće će upravo dva trgovačka društva posredstvom neke poslovne (investicijske) banke sklopiti ovakav ugovor na međusobnu poslovnu korist. No s vremenom, banke su shvatile kako zapravo ne postoji potreba za drugom ugovornom stranom koja bi imala potpuno komplementarne uvjete financiranja. Redovito će upravo banke izravno ući u *swap* transakciju, na način da umjesto određenog subjekta otplaćuju, već postojeći dug koji ovaj subjekt ostvaruje prema određenim, za njega nepovoljnim, uvjetima. Zauzvrat, taj će mu subjekt isplaćivati određena sredstva na ime otplate tog duga po željenoj kamatnoj stopi.

### **5. Swap u hrvatskim propisima**

Swap je izrijeком ili implicite prisutan u više hrvatskih propisa, u prvom redu iz područja javnog prava, koji swap uređuju iz javnopravne perspektive.

Među tim propisima najprije treba spomenuti Zakon o tržištu kapitala<sup>59</sup> i to zato što on sadrži pojmovnik u kojem u određenoj mjeri objašnjava više pojmova, uključujući i pojam swapa. Iako to čini za potrebe Zakona domašaj pojmovnika sa stajališta ugovora o swapu je neobično važan, jer detaljniji opis u drugim propisima nismo pronašli.

Prema ZTK, zamjene (swaps) ubrajaju se u izvedenice, a izvedenice su jedan od financijskih instrumenata, u koje se još ubrajaju prenosivi vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca i jedinice u subjektima za zajednička ulaganja. U izvedenice se ubrajaju «opcije (options), budućnosnice (futures), zamjene (swaps), kamatni unaprijedni ugovori (forward rate agreements) i bilo koji drugi izvedeni financijski instrumenti koji se odnose na vrijednosne papire, valute, kamatne stope ili prinose»<sup>60</sup>. Iz toga što su swapovi jedna od izvedenica, te iz naznake kako se, između ostalih,

58 Primjer preuzet iz Jurman, A.: *Mogućnosti primjene kamatnih swapova u hrvatskom bankarstvu*, Zbornik Radova Sveučilišta u Rijeci, Ekonomski fakultet, god. 22 (1), svibanj 2004, s. 69-86.

59 NN 88/08 (dalje: ZTK).

60 Čl. 3. st. 1. t. 2. d al. 1. ZTK.

swapovi «odnose na vrijednosne papire, valute, kamatne stope ili prinose», proizlazi da bi swapovi bili izvedeni iz valuta, kamatnih stopa ili prinosa.

Za zaključiti je, dakle, da ZTK uzima swapove, između ostalog, kao izvedenice koje su izvedene iz valuta, kamatnih stopa ili prinosa.

Oni su uvršteni u pojmovnik zato što prema ZTK sklapanje i ispunjenje ugovora o swapu predstavlja jednu od financijskih usluga, odnosno aktivnosti koje su uređene tim Zakonom. Naime, prema njemu investicijske usluge i aktivnosti su između ostalog i zaprimanje i prijenos naloga u svezi s jednim ili više financijskih instrumenata, znači i swapova, izvršavanje naloga za račun klijenata, trgovanje za vlastiti račun i upravljanje portfeljem<sup>61</sup>.

Istovremeno oni mogu činiti dio imovine investicijskih fondova. Naime, drugi propis čije odredbe neizravno (implicite) podrazumijevaju i ugovore o swapu je Zakon o investicijskim fondovima<sup>62</sup>, koji ugovore o swapu promatra kao mogući dio imovine investicijskih fondova. Točnije govoreći, imovina i zatvorenog investicijskog fonda i imovina otvorenog investicijskog fonda s javnom ponudom i imovina otvorenog investicijskog fonda s privatnom ponudom može se djelomično sastojati i od «terminskih i opcijskih ugovora i drugih financijskih izvedenica, kojima se trguje na uređenim tržištima ... i/ili financijskih izvedenica kojima se trguje na drugim organiziranim tržištima (OTC)»<sup>63</sup>, a kako su ugovori o swapu jedna od financijskih izvedenica prema ZTK i prema literaturi, i oni su obuhvaćeni pojmom «drugih financijskih izvedenica» koje mogu biti dio imovine investicijskih fondova.

Postoje, ipak, pretpostavke za to da ugovori o swapu budu dio imovine investicijskih fondova s javnom ponudom, a posebno je bitno da se oni temelje na financijskim instrumentima ulaganja u koje je dopušteno odgovarajućim odredbama ZIF-a, financijskim indeksima, kamatnim stopama, deviznim tečajevima ili valutama u koje fond smije ulagati na temelju svog prospekta i statuta, te da se koriste isključivo za smanjivanje ili ograničavanje rizika ili povećanje prinosa, odnosno smanjenje troškova fonda bez ikakvog povećanja rizika. Nužnost da se financijske izvedenice temelje na kamatnim stopama, deviznim tečajevima ili valutama potrebno je dovesti u vezu s ugovorima o swapu, kamatnom i valutnom, a korištenje u svrhu smanjenja rizika ili povećanja prinosa samo podcrtava opću svrhu sklapanja tih ugovora, koja se i općenito sastoji u smanjenju rizika.

Dok ZIF ugovore o swapu, u okviru financijskih izvedenica, promatra kao dio imovine investicijskih fondova Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima<sup>64</sup> promatra ih kao mogući objekt ulaganja imovine mirovinskog fonda. Prikupljena sredstva mogu se ulagati, npr. u određene vrijednosne papire, depozite, potvrde o ulozima, tako da ulaganja u pojedine oblike u strukturi vrijednosti imovine mirovinskih fondova ne prelaze zakonom određeni postotak<sup>65</sup>. Na način «da bude

61 Čl. 5. st. 1. ZTK

62 NN 150/05 (dalje: ZIF).

63 Čl. 78. st. 1. t. 5., čl. 100. st. 1. t. 5. i čl. 136. t. 5. ZIF.

64 NN 49/99, 63/00, 103/03, 177/04, 71/07 (dalje: ZODMF).

65 Čl. 69. i 69.a ZODMF.

usklađena zbog rizika i eventualnih gubitaka zbog promjene kamatnih stopa, tečajeva stranih valuta, odnosno drugih tržišnih rizika s obvezama mirovinskog fonda»<sup>66</sup>, a posebno «da bude valutno usklađena s obvezama mirovinskog fonda, s tim da se najviše 30% imovine mirovinskog fonda može ulagati u imovinu koja je nominirana na valutu različitu od valute na koju glase obveze mirovinskog fonda»<sup>67</sup>. Iako već i citirani način na koji se imovina mirovinskih fondova mora ulagati upućuje na to da je pri ulaganju dopuštena primjena izvedenih financijskih instrumenata, posebno onih deviznog tržišta, ZODMF to dopušta i izrijekom određujući kako se «kod ulaganja imovine mirovinskih fondova mogu ... upotrebljavati terminski ugovori, opcije i ostali izvedeni financijski instrumenti»<sup>68</sup>.

No, različito od primjene tih instrumenata kao dijelova imovine investicijskih fondova, gdje se oni mogu koristiti ne samo u svrhu smanjenja rizika, nego i u svrhu povećanja prinosa, ovdje se ti instrumenti mogu koristiti «samo radi zaštite imovine mirovinskog fonda»<sup>69</sup>. Drugim riječima, dok kod investicijskih fondova svrha korištenja ovih instrumenata može biti i špekulativna, zbog očekivanja povećanja prinosa, ovdje svrha može biti samo zaštitna, zbog očekivanja pada tržišne vrijednosti postojeće imovine.

Primjerice, ako se očekuje pad tržišne vrijednosti dionica koje čine dio imovine, može se sklopiti opcijski ugovor kojim se stječe pravo prodaje dionica na određeni dan u budućnosti i to po ugovorenoj cijeni, neovisno o očekivanoj nižoj tržišnoj cijeni dionica na taj dan<sup>70</sup>. Istovremeno, budući da je špekulativna svrha ovdje zabranjena, ne bi bilo dopušteno sklopiti opcijski ugovor kojim se stječe pravo kupiti dionice na određeni budući dan po ugovorenoj cijeni zbog očekivanja da će tržišna cijena dionica na taj dan biti viša od ugovorene.

Ugovore o swapu podrazumijeva i Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci<sup>71</sup> jer joj dopušta, ne samo izdavanje vrijednosnih papira, nego i ugovaranje «kupnje, prodaje i zamjene vrijednosnih papira i drugih lakoutrživih financijskih instrumenata, kao i prava i obveza u vezi s istima»<sup>72</sup>, pri čemu se ti ugovori mogu «sklapati kao ugovori o promptnoj kupnji i prodaji, kupnji i prodaji na rok, zamjeni, prijeloju, povratnoj kupnji (repo poslovi) te kao drugi ugovori s vrijednosnim papirima»<sup>73</sup>. Ove ugovore HNB može sklapati radi «provođenja utvrđene monetarne i devizne politike»<sup>74</sup>, što treba promatrati u svezi s njenom nadležnošću da samostalno upravlja međunarodnim pričuvmama RH<sup>75</sup>, koja treba podrazumijevati i zaštitu vrijednosti tih pričuva. Kako

66 Čl. 69.b st. 1. ZODMF.

67 Čl. 69.b st. 3. ZODMF.

68 Čl. 69.c st. 1. ZODMF.

69 Ibid.

70 O opcijskim ugovorima i opcijama detaljnije v. u Slakoper, Zvonimir (ur.): *Bankovni i financijski ugovori*, Pravni fakultet u Rijeci, 2007.

71 NN 75/08 (dalje: ZHNB).

72 Čl. 10. st. 1. ZHNB.

73 Čl. 10. st. 2. ZHNB.

74 Čl. 10. st. 1. ZHNB.

75 Čl. 5. ZHNB.

se međunarodne pričuve RH sastoje, između ostalog, i od novčanica i potražnih salda u konvertibilnoj stranoj valuti i od vrijednosnih papira koji sadrže novčanu tražbinu u stranoj valuti<sup>76</sup>, te kako HNB trguje imovinom koja čini međunarodne pričuve RH na promptnom i terminskom tržištu, pri čemu tečaj deviza ugovara<sup>77</sup>, treba podrazumijevati kako to obuhvaća i ugovore o valutnom swapu.

Pojam izvedenih financijskih instrumenata poznaje i ZDP, koji navodi da su "izvedeni financijski instrumenti ... vrijednosni papiri ili ugovori čija se vrijednost mijenja prema promjenama vrijednosti financijskog instrumenta ili drugoga pravnog posla iz kojega su izvedeni"<sup>78</sup>. Kako on ovaj pojam dalje ne razrađuje, držimo da bi se na njega mogla primijeniti odredba ZTK koja nabraja što sve pripada u pojam izvedenica, što dovodi do toga da bi i prema ZDP ugovori o swapu bili jedan od izvedenih financijskih instrumenata.

U tom slučaju, kad god bi jedan ugovor o swapu potpadao pod polje primjene ZDP, na njega bi se primjenjivale odredbe ZDP «koje se odnose na poslove koji su podloga za poslove s izvedenim financijskim instrumentima»<sup>79</sup>, a to bi bilo onda kad se radi o ugovoru između rezidenta i nerezidenta neovisno o valuti i o ugovoru između rezidenata u stranim sredstvima plaćanja<sup>80</sup>. Budući da ugovor o valutnom swapu uvijek podrazumijeva dvije različite valute, proizlazi da bi svaki ugovor o valutnom swapu potpadao pod primjenu ZDP. Kako je kupoprodaja deviza podloga tog ugovora, primjenjivala bi se pravila ZDP o kupoprodaji stranih sredstava plaćanja.

Znači da bi rezidenti i nerezidenti kupoprodaju stranih sredstava plaćanja obavljali u bankama samo u svoje ime i za svoj račun, dok bi banke kupoprodaje stranih sredstava plaćanja ugovarale u svoje ime i za svoj račun te u svoje ime, a za tuđi račun<sup>81</sup>. Uz to, za ugovore o valutnom swapu važne su odredbe koje određuju da «sudionici tržišta stranih sredstava plaćanja mogu kupovati, odnosno prodavati devize promptno i terminski (na rok)» te da «terminska kupnja, odnosno prodaja deviza ... jest kupnja, odnosno prodaja kod koje je rok za izvršenje obveze duži od dva radna dana od sklapanja ugovora»<sup>82</sup>.

---

76 Čl. 18. st. 2. HNB. Pod utjecajem terminologije ekonomske struke te vrijednosne papire ZHNB i drugi propisi često nazivaju «dužnički vrijednosni papiri».

77 Čl. 17. ZHNB.

78 Čl. 5. st. 2. ZDP.

79 Čl. 18. st. 1. ZDP.

80 Čl. 1. st. 1. ZDP. Prema čl. 2. st. 1. rezidentima se smatraju pravne osobe sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, osim njihovih podružnica u inozemstvu, podružnice stranih trgovačkih društava i trgovaca pojedinaca upisane u registar koji se vodi kod nadležnog tijela državne vlasti ili uprave u Republici Hrvatskoj, trgovci pojedinci, obrtnici i druge fizičke osobe sa sjedištem odnosno prebivalištem u Republici Hrvatskoj koje samostalnim radom obavljaju gospodarsku djelatnost za koju su registrirane (u daljnjem tekstu: poduzetnici pojedinci), fizičke osobe s prebivalištem u Republici Hrvatskoj, fizičke osobe koje u Republici Hrvatskoj borave na osnovi važeće dozvole boravka u trajanju najmanje 183 dana, osim diplomatskih i konzularnih predstavnika stranih zemalja te članova njihovih obitelji, i diplomatska, konzularna i druga predstavništva Republike Hrvatske u inozemstvu koja se financiraju iz proračuna te hrvatski državljani zaposleni u tim predstavništvima i članovi njihovih obitelji. Prema st. 2. istog članka, sve druge osobe smatraju se nerezidentima.

81 Čl. 42. st. 2. i 3. ZDP.

82 Čl. 43. ZDP.

## 6. Sklapanje ugovora o swapu

### 6.1. Ugovorne strane

U svezi s ugovornim stranama treba promotriti pitanje može li svaka osoba biti ugovorna strana ili u svezi s tim postoje li kakva ograničenja.

Imajući u vidu prikazane hrvatske propise, prvo se može uočiti kako su HNB i banke ovlaštene sklapati ugovore o valutnom swapu temeljem izričitih odredbi ZHNB i ZDP. Glede drugih osoba, u obzir treba uzeti odredbe ZTK. Kako iz njega proizlazi da bi sklapanje i ispunjenje ugovora o swapu predstavljalo jednu od financijskih usluga, odnosno aktivnosti<sup>83</sup>, primjenjivale bi se odredbe ZTK o osobama koje su ovlaštene pružati financijske usluge, a to su, kratko govoreći, investicijska društva i kreditne institucije<sup>84</sup>. Dapače, prema izričitoj odredbi čl. 6. ZTK osim iscrpno, a ne primjerice pobrojanih osoba «nitko drugi u Republici Hrvatskoj ne smije pružati investicijske usluge, niti obavljati investicijske aktivnosti»<sup>85</sup>.

Stoga se postavlja pitanje valjanosti ugovora koje bi sklopile osobe izvan kruga ovlaštenih za to u čl. 6. ZTK.

Na prvi pogled, budući da su te odredbe prisilne pravne prirode, zaključiti bi se moglo kako bi ugovori sklopljeni između drugih osoba bili ništavi zbog protivnosti prisilnim propisima. Također bi se moglo reći i kako ti prisilni propisi zapravo ograničavaju promet spomenutim objektima, tj. da ih čine objektima u ograničenom prometu, što bi također upućivalo na ništavost ugovora zbog protivnosti činidbe prisilnim propisima<sup>86</sup>.

S druge strane, odredbe ZTK drugim osobama ne zabranjuju pojedinačno i prigodno sklapanje ugovora, nego pružanje investicijskih usluga i obavljanje

---

83 Prema čl. 5. st. 1. ZTK investicijske usluge i aktivnosti su: 1. zaprimanje i prijenos naloga u svezi s jednim ili više financijskih instrumenata, 2. izvršavanje naloga za račun klijenata, 3. trgovanje za vlastiti račun, 4. upravljanje portfeljem, 5. investicijsko savjetovanje, 6. usluge provedbe ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata uz obvezu otkupa, 7. usluge provedbe ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa

84 Čl. 6. st. 1. – 3. ZTK: Pružati investicijske usluge i obavljati investicijske aktivnosti u Republici Hrvatskoj može: 1. investicijsko društvo koje je za to dobilo odobrenje za rad od Agencije, 2. investicijsko društvo sa sjedištem u državi članici koje nije kreditna institucija ili financijska institucija i koja u skladu s odredbama ovog Zakona ustroji podružnicu u Republici Hrvatskoj ili je ovlaštena neposredno pružati investicijske usluge i obavljati investicijske aktivnosti u Republici Hrvatskoj, 3. podružnica investicijskog društva sa sjedištem u trećoj državi koja je za to dobila odobrenje za rad od Agencije. Osim društava iz stavka 1. ovog članka, pružati investicijske usluge i obavljati investicijske aktivnosti u Republici Hrvatskoj može: 1. kreditna institucija koja za to dobije odobrenje od Hrvatske narodne banke, 2. kreditna institucija ili financijska institucija iz države članice koja, u skladu s odredbama zakona koji uređuje osnivanje i poslovanje kreditnih institucija, ustroji podružnicu u Republici Hrvatskoj ili je ovlaštena neposredno pružati financijske usluge u Republici Hrvatskoj, 3. podružnica kreditne institucije sa sjedištem u trećoj državi koja je za to dobila odobrenje za rad od Hrvatske narodne banke. U Republici Hrvatskoj investicijske usluge iz članka 5. stavka 1. točke 8. ovog Zakona može obavljati i tržišni operater koji ispunjava uvjete propisane ovim Zakonom».

85 Čl. 6. st. 4. ZTK.

86 Čl. 322. st. 1. ZOO.

investicijskih aktivnosti, što znači pružanje tih usluga, odnosno obavljanje aktivnosti kao djelatnosti<sup>87</sup>, a prema općim pravilima o ništetnosti pravnih poslova sama zabrana sklapanja ugovora jednoj strani ne dovodi do ništavosti ugovora<sup>88</sup>. Kako odredba ZTK drugim osobama zabranjuje pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti, držimo da se ovdje radi o zabrani sklapanja ugovora, a to, ponavljamo, ne bi dovelo do ništetnosti sklopljenog ugovora, nego samo do javno pravnih sankcija<sup>89</sup>.

Uz to, ništavost je najteža pravna posljedica prekoračenja granica slobode ugovaranja, propisana radi zaštite važnih interesa javnog poretka, pa kad takvi interesi javnog poretka nisu povrijeđeni, ugovor ne treba biti ništav. U prilog tezi o potrebi stajališta o valjanosti ugovora upućuje i načelo *favor negotii*, prema kojem ugovor treba uzeti valjanim, a ne ništavim, kad god je to moguće.

Ako ugovorne strane same ne bi mogle ispuniti preuzete obveze, zato što im to priječe prisilni propisi, moglo bi se zauzeti stajalište kako, između ostalih obveza, nastaje i obveza da ovlaštenoj osobi daju odgovarajući nalog, koji će ovlaštena osoba (npr. banka) provesti za račun tih ugovornih strana i čijim ispunjenjem će biti ispunjene njihove obveze iz sklopljenog ugovora. Takva situacija ne bi odudarala od drugih svakodnevnih situacija u kojima ugovorne strane same ne mogu ispuniti preuzete obveze, nego trećim osobama daju naloge za poduzimanje pravnih poslova kojima će biti ispunjene njihove obveze (npr. nalozi za otpremu robe špediterima ili nalozi za otvaranje akreditiva ili izdavanje garancija bankama).

Budući da predmet poslovanja, odnosno djelatnosti osoba koje u ZTK nisu navedene kao osobe ovlaštene za pružanje investicijskih usluga, odnosno obavljanje investicijskih aktivnosti, ne mogu biti te usluge, odnosno aktivnosti, načelno je moguće postaviti pitanje valjanosti pravnih poslova poduzetih izvan okvira pravne sposobnosti (*ultra vires*). To je pitanje moguće postaviti, stoga što je primjena teorije *ultra vires* u nekim državama dovela do ništetnosti više ugovora o swapu<sup>90</sup>. Suprotno tomu, prema izričitoj odredbi ZOO valjani su i pravni poslovi koje pravna osoba poduzme izvan djelatnosti koje čine predmet njena poslovanja, pa otpada mogućnost da prema hrvatskom pravu poslovi poduzeti *ultra vires* ne bi bili valjani<sup>91</sup>.

87 Čl. 35. ZTVP glasi : «(1) Poslove s vrijednosnim papirima kao djelatnost smiju obavljati samo brokersko društvo i banka, koji su za obavljanje tih poslova dobili dozvolu Komisije i upisali ih kao djelatnosti u sudski registar. (2) Osobe koje nemaju dozvolu Komisije ne smiju kao djelatnost obavljati poslove s vrijednosnim papirima.»

88 Čl. 322. st. 2. ZOO.

89 Podrobnije v. u Gorenc, Vilim (ur.): Komentar Zakona o obveznim odnosima, 2005. (dalje: Komentar ZOO), s. 472. i dalje.

90 U Engleskoj prema odluci House of Lords i u Njemačkoj prema starijem stajalištu Saveznog suda, prema Schwintowski/Schaefer), s. 926. i dalje. Ipak, u Njemačkoj je danas vladajuće gledište kako i država, na koju se odnosilo ranije stajalište Saveznog suda, može valjano poduzimati poslove *ultra vires*. Prema Wadsley, Jan – Penn, Graham: The Law Relating to Domestic Banking, 2000. (dalje: Wadsley/Penn), s. 279. u engleskom pravu strana koja je više primila od druge dužna je višak vratiti drugoj strani primjenom instituta stjecanja bez osnove .

91 Čl. 274. st. 2. ZOO.

## **6.2. Tehnika sklapanja i sadržaj ugovora**

### *6.2.1. Općenito*

Ugovori o swapu redovito se sklapaju «u dva koraka».

Strane koje namjeravaju sklopiti jedan, ali redovito više, ugovora o swapu prvo se sporazumijevaju o pravilima koja će se primjenjivati na buduće ugovore o swapu koje će sklapati. Drugim riječima, one «sklapaju», tzv. «okvirni ugovor» koji sadrži odredbe koje će se primjenjivati na pojedinačne ugovore, koje će strane kasnije sklapati, ali ne i bitne sastojke pojedinog ugovora o swapu koji će sklopiti<sup>92</sup>.

Kako ZOO ne poznaje izraz «okvirni ugovor», potrebno je kratko ga objasniti.

Strane, poglavito trgovci, koje namjeravaju sklopiti više ili niz ugovora iste vrste i istoga tipa ponekad, prije sklapanja prvoga od tih ugovora, u pisanom obliku određuju značajan dio sadržaja tih budućih ugovora, tako da za nastanak budućih ugovora preostane suglasiti se o njihovim bitnim sastojcima, dok su ostali sastojci određeni «okvirnim ugovorom» (npr. značenje pojedinih izraza, vrijeme ispunjenja, mjesto ispunjenja, posljedice zakašnjenja, mjerodavno pravo, nadležnost za rješavanje sporova i slično). Kako su po posljednjem «okvirni ugovori» usporedivi s općim uvjetima ugovora, odnosno poslovanja, literatura ih ponekad uvršćuje u opće uvjete poslovanja<sup>93</sup>. Istodobno ovdje opće uvjete ne priprema jedna strana, nego obje zajednički, ili obje strane prihvaćaju opće uvjete koje je izradio netko treći. Strane te uvjete prihvaćaju izrijeком, dok se opći uvjeti poslovanja, općenito govoreći, primjenjuju čim je suugovaratelj sastavljača za njih znao ili morao znati<sup>94</sup>.

Okvirni ugovor koji prihvaćaju strane koje namjeravaju sklopiti ili sklapati ugovore o swapu redovito je ISDA Master Agreement, koji je izradila Međunarodna udruga swap «dealera»<sup>95</sup>

### *6.2.2. ISDA Master Agreement*

ISDA Master Agreement rezultat je rada Međunarodne udruge swap «dealera», koja je već 1985. godine izradila ISDA Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps, a 1992. prvi Master Agreement. Danas se rabi posljednji Master Agreement iz 2002. godine.

Kao i u drugim slučajevima u kojima postoji potreba za ujednačavanjem ugovornih odredbi koje će se primjenjivati na buduće ugovore koje će sklapati strane, posebno ako se radi o ugovorima s međunarodnim obilježjem u kojima strane ne pripadaju istome pravnom krugu, npr. jedna u common law, a druga u kontinentalni pravni krug, Master Agreementom se nastoji ujednačiti sadržaj ugovora na koje se primjenjuje. U ovome je slučaju to osobito značajno jer se radi o novim tipovima

---

92 Budući da prihvaćanjem okvirnog ugovora još ne nastaju obveze strana, u izrazu «sklapaju tzv. okvirni ugovor», riječ sklapaju je pod navodnicima.

93 Npr. Schwenger, Ingebrog: Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 3. izdanje, (dalje: Schwenger), s. 285.

94 Čl. 295. st. 5. ZOO.

95 International Swap Dealers Association, Inc.

ugovora, koji su neimenovani i kao takvi nisu opisani u propisima koji uređuju ugovore.

On se ne primjenjuje samo na ugovore o swapu, nego sadrži odredbe koje se mogu primijeniti i na druge financijske izvedenice, odnosno ugovore koji se sklapaju.

Naime, kako su se usporedo sa swapovima razvijali i brojni drugi oblici složenih financijskih instrumenata, odnosno financijskih izvedenica, bilo je razložno izraditi jedan tipski ili konkretnije okvirni ugovor prikladan za različite vrste transakcija od kojih su ovi složeni instrumenti sastavljeni (tzv. *composite financial products*) te ih u teleološkom smislu smatrati dijelom jedinstvenog ugovora. U tom pogledu takav okvirni ugovor trebao bi biti usmjeren na određivanje načina na koji bi se sve neispunjene obveze mogle svesti na jedan neto-iznos koji subjekti međusobno duguju (tzv. *netting*)<sup>96</sup>.

ISDA Master Agreement (posljednja, treća revizija izvršena je 2002. godine čime se broj stranica ovog ugovora povisio na 28) upravo je takav okvirni ugovor i predstavljao svojevrsne opće uvjete poslovanja, kojim se na složenom tržištu financijskih izvedenica uspostavlja red i povećava pravna sigurnost. Ovim se okvirnim ugovorom različite financijske izvedenice međusobno povezuju te se uređuju međusobne obveze i prava ugovornih strana u slučaju neispunjenja, promjene poreznih propisa, eventualnog spora oko prebijanja dugovanih iznosa i drugih sporova koji bi mogli proizaći iz samog ugovora.

ISDA Master Agreement sastoji se u prvom redu od standardnog, odnosno tipskog ugovora. Uz taj ugovor nalazi se «Schedule to the Master Agreement», odnosno dodatak u koji se unose podaci o odredbama standardnog ugovora koje strane žele primijeniti, a koje ne žele primijeniti i o odredbama kojima žele dopuniti odnosno izmijeniti odredbe standardnog ugovora. I na koncu, posebne odredbe koje zapravo predstavljaju bitne sastojke svakoga pojedinog ugovora što se sklapa uz primjenu Master Agreementa navode se u odvojenim potvrđama<sup>97</sup>, dok se svaki pojedini ugovor u standardnom ugovoru naziva «specified transaction».

Sam standardni, odnosno tipski ugovor sadrži odredbe o:

- plaćanjima vezanim uz svaku pojedinu transakciju;
- ovlasti za zastupanje i pravovaljanosti posebnih poslovnih informacija koje subjekti međusobno razmjenjuju;
- postupanju u slučaju uskraćivanja, odnosno neplaćanja poreza (tzv. *tax withholding*);
- ugovornim standardima (tzv. *covenants*) kojih se subjekti moraju pridržavati tijekom trajanja ugovora;
- raskidu ugovora u slučaju izmjene određenih okolnosti;
- postupanju u slučaju neispunjenja neke od ugovornih obveza, bilo od strane

96 Vidi Hudson, A.: *The Law on Financial Derivatives*, 3rd ed., Sweet & Maxwell, London 2002, s. 122.

97 Tako i Firth, 10-012.



samih ugovornih strana ili trećih te

- **podmirenju međusobnih obveza po prestanku ugovora**<sup>98</sup>.

Osim toga on sadrži i druge definicije i ugovorne standarde koji su uobičajeni za financijske transakcije, primjerice o valuti, restrikcijama glede prijenosa novčanih iznosa, nadležnosti i pravu koje se primjenjuje na sam ugovorni odnos, pojašnjenja nekih lokalnih poslovnih običaja, itd.

Nasuprot tomu standardni odnosno tipski ugovor ne sadrži definicije financijskih izvedenica pri čijem ugovaranju se rabi, nego govori o «specified transactions». Stoga razumijevanju pojedinih tipova ugovora koji se sklapaju uz primjenu ISDA Master Agreement bitno doprinose knjižice koje također izdaje ISDA i koje sadrže standardne definicije i druge odredbe potrebne za razumijevanje pojedinih tipova financijskih izvedenica. Osim toga, danas se pitanja obvezatne popratne dokumentacije vezane uz pojedinu financijsku izvedenicu, ali i druge pravne nedoumice rješavaju pomoću definicija i pravila sadržanih u tiskanim priručnicima (tzv. *pulications* odnosno *booklets*).

Svaka knjižica definicija odnosi se na određenu vrstu financijskih izvedenica (tzv. *main families of derivative products*) te obuhvaća njene podvrste. Potrebno je naglasiti kako je priroda ove popratne dokumentacije dinamična te da kod ugovaranja ovakvih transakcija pomoću ISDA –inog okvirnog ugovora svakako treba revidirati pojedine termine i prilagoditi ih potrebama pojedinog ugovornog odnosa, upravo stoga što je svaka financijska izvedenica zapravo jedinstvena. Dakako da se definicije u tiskanim knjižicama periodički revidiraju i osuvremenjuju, ovisno o kretanjima na financijskom tržištu.

Općenito govoreći treba uočiti kako ovaj vrijedan rezultat kontinuiranih napora za ujednačavanjem ugovora o financijskim izvedenicama bitno doprinosi svojoj svrsi, ali i kako je ispunjenje njegove svrhe ograničeno. Kao i značajan broj drugih ujednačenih odredbi koje se široko primjenjuju pri sklapanju ugovora s međunarodnim obilježjem, npr. Ujednačena pravila i običaji za dokumentarne akreditive Međunarodne trgovačke komore, ISDA Master Agreement čitav niz pravnih pitanja ostavlja otvorenim. To podrazumijeva potrebu popunjavanja značajnih pravnih praznina odgovarajućim pravnim pravilima mjerodavnog prava, a to pak, kad god ugovor ima međunarodno obilježje, prethodnu potrebu određivanja mjerodavnog prava.

S tim u vezi potrebno je reći kako ISDA Master Agreement sadržajem i terminologijom pripada u common law u kojem je i nastao. Stoga će pri nužnom povezivanju ISDA Master Agreementa s pravilima mjerodavnog prava u svakom pojedinom slučaju, njegovom supsumiranju pod terminologiju i sadržaj mjerodavnog prava i pri njegovom tumačenju postojati značajno manje otvorenih pitanja kad je mjerodavno pravo neke od država koje pripadaju tom pravnom krugu, nego kad je mjerodavno pravo države koja pripada kontinentalnom pravnom krugu. Dapače, neki autori spominju svojevrsni sukob između common lawa i kontinentalnog pravnog kruga koji, pogotovo zahvaljujući njemačkoj i francuskoj judikaturi, sve

češće primjenjuje specifična tumačenja pojedinih ugovornih odredbi povezanih s poslovanjem financijskim izvedenicama.

### 6.2.3. *Pojedini ugovori*

Svaki pojedini ugovor o swapu sklopljen je, kao i svaki drugi ugovor, tek kad se ugovorne strane suglase o njegovim bitnim sastojcima. Kako ISDA Master Agreement, kao okvirni ugovor, ne sadrži bitne sastojke, pojedini ugovori o swapu nastat će tek u trenutku kad se strane suglase o bitnim sastojcima svakoga pojedinog ugovora o swapu.

Bitni sastojci ugovora o kamatnom swapu precizno i pregledno su navedeni, primjerice u standardnom, odnosno tipskom ugovoru jedne banke, koji je dostupan na web stranici<sup>99</sup>. Prema tom standardnom odnosno tipskom ugovoru bitni sastojci ugovora o valutnom swapu su:

1. rok zamjene (tenor) koji uključuje datum početka roka zamjene i datum završetka roka zamjene;

2. iznos i valuta glavnice za koju će se obračunavati ugovorene kamate;

3. određenje varijabilne kamatne stope, što uključuje određenje ugovorne strane koja ju je dužna isplatiti i elemente odredivosti varijabilne kamatne stope i relevantan datum utvrđivanja vrijednosti referentne kamatne stope primjenom koje se varijabilna kamatna stopa u pojedinom slučaju izračunava (datum utvrđivanja vrijednosti referentne kamatne stope);

4. određenje fiksne kamatne stope, što uključuje određenje ugovorne strane koja ju je dužna isplatiti i iznos fiksne kamatne stope;

5. datum namire (kojih unutar roka zamjene može biti više) i

6. obračunsko razdoblje (kojih unutar roka zamjene može biti više).

Ispravu o sklapanju pojedinog ugovora, koja sadrži bitne sastojke, ovaj tipski ugovor naziva zaključnica, a ISDA Master Agreement potvrda<sup>100</sup>. U dijelu engleske literature se, međutim, polazi od načela neformalnosti ugovora, te navodi kako u slučaju nesuglasnosti sadržaja usmenog sporazuma sa sadržajem pisane potvrde, prednost treba dati sadržaju usmenog sporazuma, jer je potvrda samo dokaz o sklopljenom sporazumu<sup>101</sup>.

Bitni sastojci ugovora o valutnom swapu proizlaze iz njegova opisa danog u literaturi. Budući da se tim ugovorom strane obvezuju razmijeniti određenu novčanu svotu u različitim valutama i u budućnosti ponovno, u obrnutom smjeru, razmijeniti istu svotu, proizlazi da su bitni sastojci ovog ugovora svota koja se odmah razmjenjuje i to i u jednoj i u drugoj valuti, tečaj sadašnje razmjene i tečaj buduće razmjene. Ako

99 [http://www.volksbank.hr/VBTeleTrader/UserDocsImages/Ugovor%20o%20zamjeni%20okamatnih%20stopa%20\(IRS\).doc](http://www.volksbank.hr/VBTeleTrader/UserDocsImages/Ugovor%20o%20zamjeni%20okamatnih%20stopa%20(IRS).doc).

100 «Confirmation» iz čl. 1. c) ISDA Master Agreement. Činjenicu da ona sadrži bitne sastojke pojedinog ugovora potvrđuju Firth, Simon, *Derivatives Law and Practice*, 2004. (dalje: Firth) 11-004 i Hudson, *The Law*, s. 220.

101 Firth, 3-036.

bi valutni swap uključivao i kamate, bitni sastojak ugovora činila bi i kamatna stopa, odnosno način određivanja kamatne stope.

Osim sadržaja potvrde, sadržaj ugovora o swapu redovito čini i sadržaj ISDA Master Agreementa i «Schedule to the Master Agreement» koje su ugovorne strane prihvatile prije sklapanja pojedinih ugovora, čiji su bitni sastojci sadržani u potvrđama. Poslije toga, sadržaj ugovora čine praksa uspostavljena između ugovornih strana, trgovački običaji, a na koncu i dispozitivne odredbe mjerodavnog prava koje se primjenjuje na ugovor<sup>102</sup>.

## **7. Građanskopravna kvalifikacija ugovora o swapu**

### **7.1. Englesko pravo**

Temeljno pitanje koje postavlja engleska literatura, i to ne samo glede swapova, nego i glede drugih financijskih izvedenica na koje se redovito primjenjuje ISDA Master Agreement, je pitanje čine li svi poslovi sklopljeni između dvije strane uz primjenu ISDA Master Agreementa jedan ugovor ili više pojedinačnih ugovora. Iako bi ISDA Master Agreement zahtijevao da se svi poslovi uzmu kao jedan ugovor, vladajuće gledište je suprotno, da se radi o više pojedinačnih ugovora, jer oni ne nastaju samim potpisivanjem ISDA Master Agreementa, nego pojedinačnih potvrda koje sadrže bitne sastojke svakoga pojedinog ugovora sklopljenog uz primjenu istoga ISDA Master Agreementa<sup>103</sup>.

Literatura nadalje nudi više odgovora na pitanje pravne kvalifikacije swapova, zapostavljajući značajne pravne razlike između valutnog i kamatnog swapa. Ugovori o swapu vide se i analiziraju kao financijski terminski ugovori, kao «executory contracts», kao uzajamni dug i kao obveze koje postoje pod uvjetom.

Shvaćanje swapova kao financijskih terminskih ugovora znači da se složene financijske transakcije razmatraju kao jednostavne (temeljne) transakcije «upakirane» (uklopljene) unutar istog financijskog instrumenta. U tom smislu swapovi se mogu razmatrati kao niz terminskih poslova<sup>104</sup>. Svaki datum isplate iznosa kamata može se smatrati kao terminsko plaćanje, obvezu plaćanja određenog duga čija se visina izračunava u odnosu na referentnu kamatnu stopu na točno određeni dan. Master Agreement u tom slučaju predstavlja jedan «krovni ugovor» (tzv. umbrella contract) unutar kojeg se izrijekom navodi svaka pojedina transakcija od koje se sastoji ovaj složeni financijski instrument.

---

102 To proizlazi iz okolnosti što ugovori o swapu imaju karakter trgovačkih ugovora, o čemu detaljnije v. niže «Građanskopravna kvalifikacija ugovora o swapu, Hrvatsko pravo».

103 Hudson, *The Law*, s. 193.

104 Za terminske poslove v. naprijed «Pojam i temeljne vrste izvedenica», a detaljnije u Slakoper, Zvonimir (ur.): *Bankovni i financijski ugovori*, Pravni fakultet u Rijeci, 2007., s. 977. i dalje.

Shvaćanje kamatnih swapova kao «executory contracts»<sup>105</sup> najbliže je kontinentalnom pojmu ugovora sa sukcesivnim činidbama, pri čemu sve činidbe čine jednu cjelinu, pa neispunjenje jedne može dovesti do raskida ugovora u cjelini. To proizlazi iz stava o postojanju jedinstvenog ugovora, koji se ne smatra ispunjenim do dana kada je izvršeno i posljednje plaćanje<sup>106</sup>. Suprotno tomu, gledišta kako se radi o uzajamnom dugu vidi svako pojedinačno plaćanje jedne i druge strane tijekom trajanja ugovora kao zasebnu ugovornu obvezu<sup>107</sup>.

Dio literature koji swapove vidi kao uvjetne obveze ističe kako obveza plaćanja određenog novčanog iznosa u sklopu *swapa*, ovisi o ispunjenju nekog prethodnog uvjeta. Kod kamatnog swapa takav prethodni uvjet predstavljale bi promjene u kamatnoj stopi na tržištu. U smislu ove teorije ugovor o kamatnom swapu mogao bi se razložiti na niz zasebnih ugovora s obvezom plaćanja uvjetovanom nastupom određenog prethodnog uvjeta<sup>108</sup>.

## 7.2. Njemačko pravo

Pri kvalificiranju swapova njemačka literatura odvojeno promatra valutne swapove i kamatne swapove.

Gledišta literature o pravnoj prirodi valutnog swapa nisu jedinstvena. Navodi se kako preteže mišljenje da je ugovor o valutnom swapu dvostruki kupoprodajni ugovor, gdje je promptni devizni ugovor vezan uz terminski devizni ugovor, dok manjina, valutni swap vidi kao dvostruki ugovor o razmjeni ili kao ugovor *sui generis*<sup>109</sup>. Istovremeno se zauzimaju i čvrsta gledišta kako čisti valutni swap neprijeporno predstavlja posebni oblik deviznog terminskog posla<sup>110</sup>, ali i kako on nije ni kupoprodaja niti zajam, nego atipični ugovor kojim se knjiški novac razmjenjuje za strani knjiški novac pri čemu pretežu elementi sukcesivne razmjene<sup>111</sup>.

Tezi da bi valutni swap bio kupoprodaja prigovara se tvrdnjom kako nedostaje kupoprodajna cijena i kako se ne može odrediti koja strana je kupac, a koja prodavatelj jer se razmjenjuju valute<sup>112</sup>, koja proizlazi iz shvaćanja da strani novac nema svojstva potrebna da bi bio podvrgnut pojmu predmeta kupoprodaje. Umjesto toga, novčana obveza vidi se kao obveza pribavljanja vrijednosti, odnosno imovinske

---

105 Prema Hudson, *The Law*, s. 198 ugovor o kamatnom swapu smatra se *executory contract* obzirom da: «... it is formed at the creation of the agreement but it requires performance to be made at some point in the future».

106 Prema Hudson, *The Law* s. 198. «Completion of all payments is the pre-requisite of performance and not the making of any individual payment».

107 Ibidem, 203.: «...where periodical payments are required to be made by each party to a swap which will continue over time until expiry, each payment made by each party should be seen as a distinct contractual debt obligation».

108 Ibidem, 206.

109 Schwintowski/Schaefer, s. 916.

110 Schwintowski/Schaefer, s. 924.

111 Kraemer s. 156. – 157.

112 Schwintowski/Schaefer, s. 916.

moći («Vermögensmacht»), a ne obveza predaje stvari<sup>113</sup>, jer se u njemačkom pravu i novčane obveze u stranoj valuti pretežno uzimaju kao novčane obveze, točnije kao obveze pribavljanja stranog knjiškog novca<sup>114</sup>.

Pitanju je li obveza isplate strane valute novčana obveza posvetit će se posebna pozornost pri pravnom kvalificiranju valutnog swapa sa stajališta hrvatskog prava.

Kao i glede valutnog swapa i glede kamatnog swapa u njemačkom pravu razmatraju se mogućnosti da bi on bio kvalificiran kao kupoprodaja, razmjena, zajam ili atipični ugovor.

Glede mogućnosti da bi bio kvalificiran kao razmjena, navodi se kako se kod razmjene radi o razmjeni individualnih vrijednosti<sup>115</sup> te kako on nije razmjena u smislu par. 515. BGB, jer nema razmjene takvih vrijednosti, nego se ugovorom o kamatnom swapu utemeljuju uzajamne novčane obveze<sup>116</sup>, odnosno «isključivo preuzimaju obveze plaćanja prema drugoj ugovornoj strani»<sup>117</sup>. Taj ugovor nije ni zajam jer zajam podrazumijeva prepuštanje kapitala s ugovaranjem kamata kao naknade za prepuštanje kapitala dok se «kod čistog kamatnog swapa ne prepušta ... kapital, nego se obveze plaćanja orijentiraju na nominalnu svotu glavnice»<sup>118</sup>. Sukladno tomu posebno se ističe kako se ne radi o uzajamnom plaćanju kamata, kao što se često pogrešno formulira, jer obveza plaćanja kamata kao samostalni predmet obveze ne može postojati<sup>119</sup> nego može postojati samo kad postoji glavna obveza, odnosno glavnica na koju se plaćaju kamate, a ovdje su obveze plaćanja ugovorenih svota glavne obveze ugovornih strana.

Kod kamatnog swapa postavlja se i pitanje odnosa tog ugovora prema pravnim poslovima s kojima je on povezan, jer je on povezan, npr. s ugovorima o kreditu koje su ugovorne strane kao korisnici kredita sklopile s trećim osobama kao davateljima kredita.

Ugovori o swapu ne sadrže poveznicu prema pravnim poslovima (npr. kreditima) u svezi s kojima se sklapaju ugovori o swapu i oni predstavljaju novu i samostalnu obvezu plaćanja<sup>120</sup> te nema međusobnog utjecaja povrede ugovora o swapu na pravne poslove u svezi s kojima su oni sklopljeni, ni *vice versa*<sup>121</sup>, osim u slučaju tzv. cross-default-klausule u ugovoru o swapu koja daje pravo jednostranog raskida ugovora u slučaju da je otkazan ugovor o kreditu s kojim je povezan ugovor o swapu. Budući da su oni u pravilu neovisni od poslova financiranja s kojima su u vezi, postoji njihova apstraktnost u odnosu na poslove koji predstavljaju njihovu gospodarsku bazu.

113 Kraemer s. 135.

114 Kraemer s. 136.

115 Kraemer s. 147.

116 Claussen, s. 382.

117 Schwintowski/Schaefer, s. 915. Slično Claussen s. 381.

118 Kraemer s. 107.

119 Kraemer s. 107.

120 Kraemer s. 164.

121 Kraemer s. 180.

### 7.3. Hrvatsko pravo

#### 7.3.1. Zajednička obilježja ugovora o valutnom swapu i kamatnom swapu

U poredbenoj literaturi jedinstveno se navodi kako su ugovori o swapu potpuni dvostranoobvezni, odnosno sinalagmatični ugovori<sup>122</sup>, a to je neprijeporno i za hrvatsko pravo<sup>123</sup>. To dovodi do toga da se na njih, osim pravila koja se odnose na sve pravne poslove, primjenjuju i pravila koja se odnose samo na dvostranoobvezne ugovore<sup>124</sup>.

Ugovore o swapu sklapaju osobe koje imaju svojstvo trgovaca<sup>125</sup> i to u obavljanju njihovih gospodarskih djelatnosti odnosno u vezi s tim djelatnostima. Time ti ugovori ispunjavaju i subjektivne i objektivne pretpostavke potrebne da bi bili kvalificirani kao trgovački ugovori<sup>126</sup>. Jednostavno govoreći, ugovori o swapu su trgovački ugovori<sup>127</sup>.

Okolnost što su ugovori o swapu trgovački ugovori izaziva više značajnih posljedica. Ona, u prvom redu, utječe na hijerarhiju pravnih izvora koji se primjenjuju na ove ugovore, jer se na obvezne odnose između trgovaca u prvom redu primjenjuje praksa koju su trgovci međusobno razvili, zatim trgovački običaji, i to prije dispozitivnih odredbi ZOO, uvijek ako postoje i ako sudionici u njima nisu izrijekom ili prešutno isključili njihovu primjenu, a dispozitivne odredbe ZOO tek ako strane drukčije ugovore ili ako nema ni prakse razvijene između trgovaca, niti trgovačkih običaja. Osim toga, ugovorne strane uvijek su obvezane najmanje na pozornost dobrog gospodarstvenika. Na ugovore se primjenjuju odredbe ZOO koje se odnose na trgovačke ugovore, a neke su ustanove isključene od primjene (npr. ustanova prekomjernog oštećenja<sup>128</sup>).

Okolnost što ugovore o swapu sklapaju trgovci utječe i na način ispunjenja obveza plaćanja koje proizlaze iz ugovora o swapu. Naime, trgovci su obuhvaćeni pojmom poslovnog subjekta iz Zakona o platnom prometu u zemlji<sup>129</sup>, a poslovni

122 Zobl/Kramer, s. 216. – 217., Schwintowski/Schaefer, s. 918. i Kraemer s. 106.

123 Pojam sinalagmatičnih ugovora v. u Klarić, Petar – Vedriš, Martin: *Gradansko pravo*, 9. izd., s. 493.

124 Čl. 357. – 374. ZOO koji uređuju odgovornost za nedostatke ispunjenja, pravilo istodobnog ispunjenja, prigovor neizvjesnog ispunjenja, raskid ugovora zbog neispunjenja, *clausulu rebus sic stantibus* i nemogućnost ispunjenja

125 Prema čl. 1. Zakona o trgovačkim društvima (NN 111/1993, 34/1999, 121/1999, 118/2003 i 107/2007) (dalje: ZTD) trgovac je «osoba koja samostalno trajno obavlja gospodarsku djelatnost radi ostvarivanja dobiti». Iscrpnije v. u Gorenc, Vilim – Slakoper, Zvonimir – Filipović, Vladimir – Brkanić, Vlado: *Komentar Zakona o trgovačkim društvima*, 3. izd., 2004., s. 3.

126 Prema čl. 14. st. 2. ZOO trgovački ugovori su «ugovori što ih sklapaju trgovci među sobom u obavljanju djelatnosti koje čine predmet poslovanja barem jednoga od njih ili su u vezi s obavljanjem tih djelatnosti». Iscrpnije v. u Komentar ZOO, s. 27. i dalje.

127 Za njemačko pravo tako Kraemer s. 119.

128 Čl. 375. ZOO.

129 NN 117/2001 (dalje: ZPPZ). Prema čl. 2. st. 4. ZPPZ «poslovni subjekt je pravna osoba, tijelo državne vlasti, tijelo državne uprave, jedinica lokalne samouprave, jedinica područne (regionalne) samouprave i fizička osoba koja obavlja registriranu djelatnost u skladu s propisima».

subjekti dužni su svoja novčana sredstva držati na računima kod banaka i sva plaćanja obavljati preko tih računa<sup>130</sup>. Kako je ova odredba ZPPZ prisilne pravne prirode, plaćanja bankovnim računima, tj. prijenosom tražbine s bankovnog računa dužnika na bankovni račun vjerovnika, treba uzeti kao zakonsko sredstvo plaćanja između trgovaca.

Imajući sad u vidu da se novčana tražbina imatelja bankovnog računa prema banci, temeljem ugovora o tekućem računu, obavljanju platnog prometa ili o novčanom pologu, naziva žiralni ili knjiški novac, jednostavno se može reći kako okolnost što ugovore o swapu sklapaju trgovci dovodi do toga da oni obveze plaćanja iz tih ugovora ispunjavaju žiralnim (knjiškim) novcem, tj. prijenosom tražbine s bankovnog računa dužnika na bankovni račun vjerovnika<sup>131</sup>. Obveza plaćanja ispunjena je u trenutku kad banci vjerovnika «stigne novčana doznaka u korist vjerovnika ili nalog (virman) dužnikove banke, odnosno druge pravne osobe da odobri računu vjerovnika iznos naznačen u nalogu»<sup>132</sup>.

Ugovori o swapu su dugoročni ugovori s trajanjem od dvije do deset ili više godina, ponekad kraćim od svega jedne godine ili dužim i do dvadeset godina<sup>133</sup>. Tijekom tog vremena ugovorne strane razmjenjuju činidbe, pa se postavlja pitanje radi li se o ugovorima kojima nastaje trajni obvezni odnos, odnosno ugovorima s trajnim činidbama, ili o ugovorima sa sukcesivnim činidbama, a u drugom slučaju i pitanje čine li sve sukcesivne činidbe jednu cjelinu ili ne čine. Ta su pitanja posebno bitna zbog posljedica zakašnjenja, odnosno neispunjenja jedne od sukcesivnih činidbi.

Posebno, prema dijelu literature kamatni swap bio bi trajni obvezni odnos<sup>134</sup> zato što se ispunjava tijekom dužeg vremena davanjem uzastopnih činidbi koje prema volji ugovornih strana predstavljaju gospodarsko jedinstvo, ali se zastupa i gledište kako ni on nije pravi trajni obvezni odnos nego ugovor o sukcesivnoj isporuci<sup>135</sup>.

Kad se obveze i pravni položaj strana ugovora o swapu usporede s obvezama i pravnim položaj strana u tipičnim ugovorima s trajnim činidbama, kao što su ugovori o najmu i zakupu, proizlazi da obveze strana ugovora o swapu, koje se sastoje u periodičnim činidbama, ne odgovaraju pojmu trajnih činidbi, nego pojmu sukcesivnih činidbi<sup>136</sup>. Teže od toga je pitanje čine li sve sukcesivne činidbe jednu cjelinu, kad bi u slučaju neispunjenja jedne od njih bio moguć raskid ugovora u cjelini, ili ne čine, kad bi u slučaju neispunjenja jedne od njih ugovor mogao biti raskinut samo glede

130 Čl. 18. ZPPZ.

131 Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Hnosell – Vogt – Wiegand (ur.): Obligationenrecht I; Hnosell – Vogt – Watter (ur.) Obligationenrecht II, 3. izd. (dalje: Basler) I, s. 498.

132 Čl. 177. st. 1. ZOO.

133 Kraemer s. 112.

134 Zobl/Kramer, s. 216. – 217.

135 Tako navode Schwintowski/Schaefer, s. 918.

136 Tako i Schwintowski/Schaefer, s. 918.

budućih periodičnih činidbi<sup>137</sup>. Prema autoru, na ovo pitanje se ne može odgovoriti općenito, nego glede pojedinih vrsta swapa.

Čistim ugovorom o valutnom swapu strane dva puta, u obrnutim smjerovima, razmjenjuju isu vrijednost u različitim valutama, i očito bez druge razmjene svrha ugovora ne može biti postignuta ni za jednu ugovornu stranu. Iz toga proizlazi da sve činidbe ugovornih strana čine jednu cjelinu.

Čistim ugovorom o kamatnom swapu jedna strana periodično plaća drugoj svotu koja odgovara razlici između fiksne i varijabilne kamatne stope na određenu glavnica pri čemu je svrha za jednu stranu otklanjanje rizika promjene (varijabilne) kamatne stope. Iz toga bi proizlazio zaključak kako ovdje svrha ugovora djelomično može biti postignuta i djelomičnim ispunjenjem, odnosno kako se ne može reći da vjerovnik ne bi imao interesa za djelomično ispunjenje. Znači da sve činidbe, odnosno pojedinačna plaćanja ne bi činila jednu cjelinu.

### 7.3.2. Valutni swap

Prema autoru ugovor o valutnom swapu koji se odnosi na domaću i stranu valutu, u temeljnom obliku, koji podrazumijeva samo razmjene novčanih svota u različitim valutama, a ne i plaćanje kamata, odgovarao bi ugovoru kojim se istovremeno sklapaju dva kupoprodajna ugovora tako da jedna strana u prvom ima svojstvo prodavatelja, a u drugom svojstvo kupca, a druga strana obrnuto.

Strana valuta koju se strane obvezuju isplatiti prva sad, a druga kasnije, je predmet oba kupoprodajna ugovora, koji se prodavatelj obvezuje prenijeti, tj. isplatiti, a domaća valuta koju se strane obvezuju isplatiti, druga sad, a prva kasnije, je cijena, koju se kupac obvezuje isplatiti prodavatelju.

Imajući u vidu da predmet prodavateljeve obveze redovito čine stvari i prava<sup>138</sup>, potrebno je utvrditi odgovara li strana valuta pojmu mogućih predmeta prodavateljeve obveze, a analizu započeti prikazom pojma novca.

On je opće mjerilo vrijednosti i ujedno je zamjenjiv za druga dobra, a ta mu svojstva daje okolnost što države prisilnim propisima određuju što je novac na njihovom državnom području. Posebno, zamjenjivost za sve druge vrste dobara proizlazi iz vjerovnikove obveze primanja, kad dužnik ispunjava novčanu obvezu, onoga što propisi određuju kao novac, a to se naziva zakonsko sredstvo plaćanja. Drugim riječima, novcem na području određene države, sa stajališta obveznog prava, treba uzeti samo ono što njeni (prisilni) propisi određuju kao zakonsko sredstvo plaćanja<sup>139</sup>.

*De lege lata* novčana jedinica, tj. valuta RH je kuna i ona je zakonsko sredstvo

137 Prema čl. 365. ZOO zakašnjenje s ispunjenjem jedne od uzastopnih obveza u pravilu omogućava raskid ugovora samo glede budućih obveza, a glede dotad ispunjenih samo ako vjerovnik za «njihovo ispunjenje bez ostalih ispunjenja» nema interesa, što je slučaj kad sve uzastopne obveze čine jednu cjelinu. Iscrpnije v. u Komentar ZOO, s. 548. i dalje.

138 Komentar ZOO, s. 576.

139 Podrobnije v. u Slakoper, Zvonimir (ur.): Bankovni i financijski ugovori, Pravni fakultet u Rijeci, 2007., s. 71. i dalje.



plaćanja u RH<sup>140</sup>, stoga novcem u RH, odnosno kad se primjenjuje pravo RH treba uzeti samo kunu. *A contrario*, druge novčane jedinice, odnosno valute u RH nisu novac u pravnom smislu, pa proizlazi da obveza plaćanja domaće valute ima karakter obveze plaćanja, odnosno karakter novčane obveze, koja se kod kupoprodaje naziva cijena, dok obveza plaćanja strane valute nema karakter novčane obveze. Stjecatelj strane valute, naime ne stječe zakonsko sredstvo plaćanja neposredno razmjnjivo za sva druga dobra, koje ujedno vjerovnici novčanih obveza moraju primiti kad dužnici tih obveza ponude plaćanje.

Dakle, strana koja isplaćuje domaću valutu, ima svojstvo kupca, a da bi ugovor o valutnom swapu odgovarao kupoprodaji, strana valuta, koju isplaćuje druga strana, mora odgovarati pojmu jednog od mogućih predmeta prodaje.

Prema ZOO prodavatelj se kupcu obvezuje predati svar, a «prodavatelj nekog prava ... pribaviti to pravo kupcu»<sup>141</sup>, što podrazumijeva da predmet prodaje može biti i pravo i to «svako subjektivno i prenosivo pravo iz bilo kojega pravnog područja»<sup>142</sup>, a za mogućnost da ono bude predmet kupoprodaje nužno je samo da se radi o subjektivnom i prenosivom pravu<sup>143</sup>.

Kad bi druga strana prvij predavala stranu valutu u obliku stvari (novčanica i kovanog novca), moglo bi se stranu valutu uzeti kao stvar. No, kako smisao novca u općenitom smislu, dakle i strane valute, nije u materijalnosti nego u tome da nosi i ima vrijednost....., te kako strane ne ispunjavaju obveze plaćanja predajom novčanica, nego prijenosom novčane tražbine na račun vjerovnika, tj. tzv. žiralnim ili knjiškim novcem, otpada mogućnost da se strana valuta uzme kao stvar, a ostaje mogućnost da se uzme kao pravo.

Imatelj strane valute, odnosno terminologijom ZDP-a, stranih sredstava plaćanja, bilo u obliku novčanica ili tražbine od banke temeljem ugovora o depozitu ili ugovora o tekućem računu, u vezi s tom stranom valutom ima odgovarajuće pravne ovlasti, a kako pravne ovlasti čine sadržaj subjektivnog prava<sup>144</sup>, može se reći da strana valuta predstavlja određeno subjektivno pravo njenog imatelja. To pravo je neprijeporno imovinsko pravo, a ne pravo osobnosti, i nije neodvojivo od osobe njegova imatelja, nego je prenosivo, iako ne neograničeno, nego u okvirima koje određuje ZDP.

Stoga držimo da se strana valuta može supsumirati pod pojam subjektivnog prenosivog prava i da tako ulazi u okvir mogućih predmeta obveze prodavatelja, odnosno mogućih predmeta prodaje.

Iduće pitanje je što bi bila cijena koju se obvezuje platiti kupac strane valute. Odgovor je tečaj strane valute jer je svota domaće valute koju se kupac obvezuje platiti rezultat izračuna vrijednosti strane valute uz primjenu tečaja te valute prema HRK. Dapače, osobe koje objavljuju tečajeve stranih valuta i same tečaj uzimaju kao cijenu, jer u tečajnoj listi naznačuju cijenu kad stranu valutu prodaju («prodajni

140 Čl. 21. st. 1. i 2. ZHNB;

141 Čl. 376. st. 2. ZOO.

142 Komentar ZOO, s. 577.

143 Tako i Komentar ZOO, s. 577.

144 Klarić/Vedriš, s. 66. i dalje.

tečaj») i kad stranu valutu kupuju («kupovni tečaj»). Izloženo dovodi do supsumiranja ugovora o valutnom swapu, koji se odnosi na domaću i stranu valutu, pod pojam kupoprodaje.

Dosljedno tomu, ako bi se ugovor o valutnom swapu odnosio na dvije strane valute, a ne na domaću i stranu, on bi u hrvatskom pravu odgovarao pojmu ugovora o razmjeni, jer se tim ugovorom strane obvezuju razmijeniti stvari ili prenosiva prava<sup>145</sup> u koja, kao što je navedeno, treba ubrojiti stranu valutu.

U slučajevima kad, osim obveza isplate određene novčane svote, ugovor o valutnom swapu sadrži i obvezu plaćanja kamata na primljenu glavnicu, ugovor bi odgovarao pojmu ugovora o zajmu i to bez obzira radi li se o kamati po fiksnoj ili po promjenjivoj (varijabilnoj) kamatnoj stopi. Naime, predmet ugovora o zajmu može biti novac, ali i zamjenjive stvari i zamjenjiva prava<sup>146</sup>. Kako je neprijeporno da strana valuta – bilo u obliku novčanica ili tražbine na bankovnom računu, nije individualnost (*species*), nego je zamjenjiva, moguće ju je uvrstiti u pojam zamjenjivih prava i kroz to ona može biti predmet ugovora o zajmu.

Razumije se da bi se ustvari radilo o istovremenom sklapanju dva ugovora o zajmu, pri čemu su u drugom ugovoru strane zamijenilo svojstva zajmodavatelja i zajmoprimatelja iz prvog ugovora.

### 7.3.3. Kamatni swap

Za potrebe pravne kvalifikacije ugovora o kamatnom swapu, osim literature, koristili smo i obrazac ugovora jedne banke, objavljen na internetskoj stranici te banke, koji stoga ujedno uzimamo kao standardni ili tipski ugovor o kamatnom swapu te banke<sup>147</sup>.

Prema izričaju ugovorne odredbe jedna se «strana obvezuje platiti drugoj kamatu dobivenu obračunom dogovorene varijabilne ili fiksne kamatne stope na određenu glavnicu, dok se druga ugovorna strana obvezuje platiti prvoj kamatu dobivenu obračunom dogovorene varijabilne ili fiksne kamatne stope na određenu glavnicu». Ove obveze ugovornih strana podrazumijevaju prethodno ugovaranje svota i valuta glavnice za koju će se obračunavati ugovorene kamate i određivanje varijabilne ili/i fiksne kamatne stope i «ugovorne strane koja ju je dužna isplatiti».

Međutim, ni iz jedne odredbe tog standardnog ili tipskog ugovora ne proizlazi da bi bilo jedna ili druga strana bile dužne isplatiti drugoj strani glavnicu na koju se obračunavaju ugovorene kamate. Kako te obveze nema, svote koje se strane međusobno obvezuju platiti nemaju i ne mogu imati karakter kamate, jer karakter kamate može imati samo svota koja se plaća u svezi s nekom glavnicom. Ako ne postoji tražbina glavnice, ne može postojati ni tražbina kamate, što je neprijeporno i

145 Čl. 474. ZOO. Podrobnije v. u Komentar ZOO, s. 738. – 740.

146 Komentar ZOO, s. 765.

147 [Http://www.volksbank.hr/VBTeleTrader/UserDocsImages/Ugovor%20o%20zamjeni%20kamatnih%20stopa%20\(IRS\).doc](http://www.volksbank.hr/VBTeleTrader/UserDocsImages/Ugovor%20o%20zamjeni%20kamatnih%20stopa%20(IRS).doc)

u poredbenoj literaturi<sup>148</sup>.

Iz toga proizlazi da ugovor o kamatnom swapu ne može biti kvalificiran kao ugovor o zajmu. On ne može biti kvalificiran ni kao ugovor o kupoprodaji, jer obje strane imaju obvezu plaćanja, odnosno ni jedna od njih nema obvezu predaje stvari ili prijenosa prava, niti kao ugovor o razmjeni, zato što obje strane imaju obvezu plaćanja, a ne obveze predaje stvari ili prijenosa prava. Također, ako se karakteristične bitne obveze ugovornih strana usporede s bitnim obvezama strana drugih imenovanih ugovora, proizlazi da se ugovor o kamatnom swapu ne može podvesti pod pojam ni jednoga imenovanog ugovora opisanog u ZOO.

Prema tomu, preostaje da se ovaj ugovor uzme kao atipični, odnosno neimenovani ugovor. Dosljedno, na njega se ne mogu primjenjivati pravila ZOO koja uređuju neki od imenovanih ugovora, nego samo opća pravila koja se primjenjuju na sve naplatne (potpune dvostranoobvezne) ugovore.

Uz to treba reći kako ugovor o kamatnom swapu treba uvrstiti među apstraktne, a ne među kauzalne, pravne poslove, jer iz tog ugovora nije razvidna kauza, odnosno gospodarska svrha obvezivanja. Dapače, ona u okviru samog tog ugovora ni ne postoji, nego postoji samo u svezi s drugim pravnim poslovima koje ugovorne strane poduzimaju s trećim osobama.

U svezi s posljednje spomenutom činjenicom treba reći i kako ugovor o kamatnom swapu u pravilu nije pravno povezan s pravnim poslovima koje njegove strane poduzimaju s trećim osobama. Makar ti poslovi i ugovor o kamatnom swapu čine jednu gospodarsku cjelinu koja ima jedinstvenu svrhu, pravna sudbina ugovora o kamatnom swapu neovisna je o pravnoj sudbini pravnih poslova s kojima je on gospodarski povezan. Na primjer, zakašnjenje ili neispunjenje obveza iz tih poslova ne utječe na prava i obveze strana ugovora o kamatnom swapu, ni vice versa. Jedino iznimno, u slučaju ugovaranja cross default klauzule, postoji pravna veza između ugovora o kamatnom swapu i pravnih poslova s kojima je gospodarski povezan.

#### 7.3.4. *Kombinirani kamatno-valutni swap*

Kod kombiniranog kamatno-valutnog swapa strane se obvezuju na početku razmijeniti glavnice u različitim valutama prema aktualnom tečaju, a tijekom trajanja ugovora na periodična plaćanja čvrstog iznosa u jednoj valuti i varijabilnog u drugoj valuti. Dakle, različito nego kod čistog kamatnog swapa, gdje strane međusobno ne isplaćuju glavicu, tj. nominalni iznos, ovdje strane to čine, iz čega proizlazi da periodične isplate ovdje zaista imaju karakter kamata koje se plaćaju za korištenje glavnice. Po tomu je ova vrsta swapa slična ranijim uzajamnim zajmovima kod kojih su dva društva iz različitih država jedno drugome davala zajam, svatko u svojoj domaćoj valuti, a u istim vrijednostima<sup>149</sup>.

148 Kamate se uzimaju kao naknada za prepuštanje kapitala (Schwenzer, s. 55.), odnosno kao naknada za mogućnost uporabe kapitala koja ovisi o proteku vremena (Schwintowski/Schaeffer, s. 557.), odnosno kao naknada za uporabu kapitala prepuštenog na određeno vrijeme koja je neovisna od dobitku i prihodu (Palandt, s. 262.) što sve podrazumijeva postojanje glavnice.

149 Kraemer s. 153.

Iako bi se na prvi pogled ovdje zaista radilo o dva istovremeno sklopljena ugovora o zajmu, pri čemu u drugom, strane imaju zamijenjene uloge zajmodavca i zajmoprimca, u njemačkoj literaturi se navodi kako to nije uzajamni ili dvostruki zajam zato jer jedna strana drugoj daje istu vrijednost i zato jer smisao ugovora nije u prepuštanju kapitala na uporabu<sup>150</sup>. Umjesto toga on bi bio atipični ugovor kod kojeg su prisutni i međusobno neodvojivi elementi zajma i razmjene<sup>151</sup>.

Zbog zadnje navedenih razloga ovo je stajalište prihvatljivo i za hrvatsko pravo.

#### 7.4. Posebno o aleatornosti ugovora o swapu

##### 7.4.1. U poredbenom pravu

U poredbenom općem obveznom pravu ugovori o swapu razmatraju se u okvirima prikaza aleatornih pravnih poslova, kod kojih u trenutku nastanka prava i obveze strana još nisu u cijelosti poznati, nego su ovisni o nekom vanjskom i neizvjesnom događaju<sup>152</sup>. Oni se uvršćuju među nepotpune obveze zato što njihovim poduzimanjem ne nastaju utužive tražbine, odnosno obveze<sup>153</sup>.

Točnije govoreći swapovi se spominju kao jedan od diferencijalnih poslova, koji čine jednu skupinu ugovora na sreću, čija svrha je u osiguranju dobitka ili izbjegavanju gubitka pozivom na fluktuaciju vrijednosti ili cijene imovine bilo koje vrste<sup>154</sup>. Istovremeno se vide i kao terminski poslovi.

Temeljno i općenito pravilo koje postoji u svezi s igrama i okladama je pravilo prema kojem iz njih ne nastaje zahtjev odnosno obveza<sup>155</sup> i ono se odnosi i na «diferencijalne poslove i takve poslove o isporukama roba ili vrijednosnih papira, koji imaju karakter igre ili oklade»<sup>156</sup>.

U švicarskom pravu, unatoč tomu, kad se takav ugovor sklapa radi osiguranja od rizika promjene tečaja predmeta ugovora (hedging), prigovor postojanja karaktera igre ne može se staviti<sup>157</sup>, što znači da nastale obveze nisu nepotpune, nego potpune, tj. da stranama pripadaju i odgovarajući zahtjevi. S druge strane, kad se ugovor sklapa u špekulativnu svrhu, postoji mogućnost prekoračenja granice pojma igre, ali

150 Kraemer s. 153.

151 Kraemer s. 155.

152 V. Klarić/Vedriš, s. 111.

153 Par. 762. njemačkog Bürgerliches Gesetzbuch (dalje: BGB) i čl. 513. švicarskog Obligationenrecht (dalje: OR).

154 Prema engleskom Financial Services and Markets Act 2000, Schedule 2, diferencijalni posao je «(a) a contract for differences; or (b) any other contract the purpose or pretended purpose of which is to secure a profit or avoid a loss by reference to fluctuations in- (i) the value or price of property of any description; or (ii) an index or other factor designated for that purpose in the contract»; <http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm>. Slično za švicarsko pravo v. Basler I, s. 2670., a za njemačko Palandt, s. 1127.

155 Čl. 513. st. 1. OR i par. 762. st. 1. BGB.

156 Čl. 513. st. 2. OR.

157 Basler I, s. 2675. – 2676.

samo sklapanje u špekulativnu svrhu ne dovodi do neutuživosti tražbine, a postoji i predmnjeva da se terminski ugovori ne sklapaju s nakanom igre<sup>158</sup>.

Slično tomu i u njemačkom pravu<sup>159</sup>.

I u engleskom pravu igrom ne nastaje utuživa tražbina i postavlja se pitanje predstavljaju li izvedenice igru, odnosno okladu, koja postoji kad dvije strane imaju suprotna gledišta o nastanku budućeg neizvjesnog događaja i sporazumijevaju se o dobitku one strane čije se gledište pokaže točnim. No, u sudskoj praksi izraženo je gledište kako se ne radi o okladi ako se ugovor sklapa u dobroj vjeri iz komercijalnih razloga i ako element oklade ne preteže i nije bit transakcije. Nakon donošenja Zakona o financijskim uslugama iz 1986. izvedenice kredita, što uključuje i kamatne swapove, treba uzeti kao investiciju koja je i izuzeta od primjene Zakona o igrama izričito odredbom tog Zakona<sup>160</sup>.

Stoga se može zaključiti da i u engleskom pravu sklapanjem ugovora o swapu nastaje utuživa tražbina.

#### 7.4.2. U hrvatskom pravu

Sa stajališta hrvatskog prava, na pitanje aleatornosti ugovora o swapu treba primijeniti pravna pravila austrijskog ABGB i važećih propisa.

Pravna pravila austrijskog ABGB treba primijeniti zato što drugi važeći propisi obveznog prava, a napose ZOO, ne uređuju ugovore na sreću, te zato što se pravna pravila austrijskog ABGB mogu primijeniti temeljem Zakona o načinu primjene pravnih propisa donesenih prije 6. travnja 1941.<sup>161</sup> prema kojemu se propisi, koji su bili na snazi 6. travnja 1941. mogu primjenjivati u RH kao pravna pravila na odnose koji nisu uređeni važećim propisima, ako su, u skladu s posebnim propisima, do 31. prosinca 1991. primjenjivana u RH i ako su, u skladu s Ustavom i zakonima RH.

Ukratko, pravila ABGB mogu se primijeniti, između ostalog, ako su u skladu s Ustavom i zakonima RH.

Ugovori na sreću su ugovori kojima se obećava i prihvaća nada neke koristi, koja se još ne zna, a mogu biti naplatni ili besplatni ovisno o tomu je li druga strana nešto zauzvrat obećava ili ne obećava<sup>162</sup>. Na prvom mjestu u ugovore na sreću ubrajaju se oklada i igra. Oklada postoji kad o nekom događaju koji je objema stranama nepoznat u trenutku sklapanja ugovora, strane ugovaraju određenu cijenu u korist one strane čija tvrdnja o tom događaju je bila uspješna<sup>163</sup>, a posebno je važno istaći kako se cijena ne može potraživati putem suda<sup>164</sup>, što znači da okladom ne nastaje utuživa tražbina, odnosno zahtjev.

158 Zobl/Kramer, s. 207.

159 Palandt s. 1127

160 Hudson, Credit, s. 56. – 58. V. i Firth, 3-029 – 3-031.

161 NN 73/91.

162 Par. 1267. austrijskog Allgemeine Buergerliche Gesetzbuch (dalje: BGB).

163 Par. 1270. ABGB.

164 Par. 1271. ABGB, a identično i čl. 513. OR., par. 762. BGB, te u engleskom pravu prema Hudson, Credit, s. 56.

Jednostavnije rečeno, utuživa tražbina ugovorne strane ne nastaje kad o budućem neizvjesnom događaju ovisi treba li ugovorena korist pripasti jednoj ili drugoj strani, tako da u slučaju pojave događaja ona pripadne jednoj, a u slučaju da se on ne pojavi drugoj strani. Stoga je bitno ustanoviti postoje li takve okolnosti u slučaju sklapanja ugovora o swapu: ako one postoje, ugovor ima karakter oklade i ne bi nastala utuživa tražbina, a ako ne postoje utuživa tražbina nastaje.

Ugovor o čistom kamatnom swapu odgovara pojmu oklade jer se u trenutku sklapanja ugovora ne zna koja će strana drugoj strani biti dužna platiti. Naime, promjena kamatne stope je stranama nepoznata, a o njoj ovisi hoće li, nakon prijeboda međusobnih tražbina, jedna ili druga strana biti dužna obaviti isplatu razlike drugoj strani.

Bitno drukčije, ugovor o čistom valutnom swapu nema karakter oklade jer su u trenutku sklapanja ugovora poznati i pravni položaj ugovornih strana, odnosno njihove obveze, i same obveze koje su određene.

Stoga se pitanje postojanja utužive tražbine postavlja samo u svezi s kamatnim swapom. Na to pitanje treba odgovoriti istovjetno kao što je odgovoreno u švicarskom, njemačkom i engleskom pravu i to iz istovjetnih razloga. Posebno treba naglasiti okolnost što su ugovorne strane trgovci, koji u okviru pozornosti dobrog gospodarstvenika svjesno preuzimaju rizik postojanja i visine svoje obveze, te što se ugovori sklapaju upravo u svrhu otklanjanja rizika promjene kamatne stope. Osim toga treba reći i kako bi se moglo uzeti da pravilo da se trgovački ugovori i ugovori na sreću ne mogu pobijati zbog prekomjernog oštećenja<sup>165</sup> podrazumijeva valjanost tih ugovora. I na kraju, u izlaganju o ugovorima o swapu u hrvatskim propisima navedeno je više propisa koji, ne samo što ne zabranjuju sklapanje tih ugovora, ili ih oglašuju ništetnim, nego izravno i izriječno ili neizravno opisuju i uređuju pojedina pitanja u svezi s tim ugovorima. To znači da ti propisi podrazumijevaju valjanost ugovora o swapu.

---

165 Čl. 375. st. 5. ZOO.

## Summary

### Currency Swaps and Interest Rate Swaps

Following the disintegration of monetary system established by the Bretton Wood agreement and enactment of the British restrictive currency regulations the currency swaps and interest rate swaps have been developed. The currency swaps are aimed at risk protection from fluctuating exchange rates of foreign currency and the interest rate swaps at risk protection from floating interest rates. Protection is accomplished by the first type of contracts in such a manner as to contractual parties stipulate the current exchange of two currencies according to the exchange rates at the time of entering into a contract and repeated exchange of the same currencies in opposite directions after the expiration of a contract and according to a stipulated exchange rate. The latter imply existence or emerging of an obligation to pay interest rates by contractual parties to third persons. More specifically, one party is obliged to pay interest rates according to fixed rate and the other party according to floating rate. With the aim to protect themselves from risks of floating interest rates oscillations these parties stipulate a payment of difference between the fixed rate and floating rate at the time of payment.

The currency swap and interest rate swap belong to financial derivatives, i.e. financial instruments which have been derived from other financial instruments, in this particular case from foreign currencies and interest rates. The swaps are present in numerous Croatian regulations as well as in domestic business practice. In business practice these contracts have regularly been stipulated, first of all, by stipulation of a framework contract, that is ISDA Master Agreement which contains provisions on general requirements applied in individual contracts subsequently stipulated in the form of sales agreement or endorsement. The last part of the article deals with a civil legal qualification of swaps in English and German law as well as conclusions on the qualification according to Croatian law. A special attention is given to the issue on swap validity in regards to its aleatory nature.

**Key words:** *banking contracts, currency swap, interest rate swap;*

## Riassunto

**CONTRATTI DI SWAP DI VALUTA E DI INTERESSI**

A seguito della disintegrazione del sistema monetario costituito con l'Accordo di *Bretton Wood* e della restrittiva normativa monetaria britannica, si sono sviluppati i contratti di *swap* di valuta e di *swap* di interessi. I contratti di *swap* di valuta sono volti a proteggere dal rischio della variazione del tasso di cambio della valuta straniera, mentre i contratti di *swap* di interessi tutelano dalle fluttuazioni del tasso variabile degli interessi. Nel primo tipo di contratto, al fine di perseguire la tutela, le parti stabiliscono l'attuale cambio delle due valute secondo il tasso corrente al momento della contrattazione, come pure un nuovo scambio delle stesse valute nel senso opposto alla scadenza del tempo stabilito dal contratto, e ciò in base al tasso prestabilito. Il secondo tipo di contratto, invece, presuppone l'esistenza o la costituzione di un'obbligazione di corresponsione degli interessi delle parti contrattuali verso soggetti terzi, ossia l'obbligazione in capo ad una parte di corrispondere gli interessi a tasso fisso, mentre per la controparte di corrisponderli a tasso variabile. Al fine di evitare il rischio della fluttuazione del tasso variabile, le parti concordano di versare la differenza tra il tasso fisso e quello variabile al momento del pagamento.

I contratti di *swap* di valuta e di interessi si annoverano tra i derivati finanziari, ossia tra i c.d. strumenti finanziari, che derivano da altri strumenti finanziari, nel caso di specie dalle valute straniere e dagli interessi. Essi sono presenti, sia in diverse leggi croate, che nella prassi nazionale. Nella prassi professionale solitamente questi contratti vengono conclusi attraverso la previa stipula di contratti quadro, ovvero attraverso lo *ISDA Master Agreement*, con il quale si fissano le condizioni generali dei singoli contratti, i quali successivamente vengono conclusi sotto forma di conferma. Al termine del lavoro si pone in rilievo la qualifica giuridica del contratto di *swap* nei diritti inglese e tedesco; si traggono, poi, le conclusioni circa detta qualifica con riferimento al diritto croato. In particolare si analizza la questione della validità dei contratti di *swap* alla luce del loro carattere aleatorio.

**Parole chiave:** *contratti bancari, swap di valuta, swap di interessi.*



**KORIŠTENA LITERATURA I PROPISI**

1. **Avancini, Peter – Iro, Gert M. – Koziol, Helmut:** Oesterreichisches Bankvertragsrecht, Bd. I i II, 1987.
2. **Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Honsell – Vogt – Wiegand (ur.):** Obligationenrecht I; Honsell – Vogt – Watter (ur.) Obligationenrecht II, 3. izd.
3. **Benjamin, Joanna:** Financial Law, 2007.
4. **Bonser-Neal, C. G., Brauer, R. N., Wheatley, S.:** International Investments Restrictions and Closed-End Country Fund Prices, The Journal of Finance, Vol. 45 (2), lipanj 1990, American Finance Association
5. **Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C.:** Principles of Corporate Finance, 1988.
6. **Claussen, Carsten Peter:** Bank- und Boersenrecht, 2. izd.
7. **Firth, Simon:** Derivatives Law and Practice, 2004.
8. **Gengatharen, Rasiah:** Derivatives Law and Regulation, Kluwer Law International, 2001.
9. **Gorenc, Vilim – Slakoper, Zvonimir – Filipović, Vladimir – Brkanić, Vlado:** Komentar Zakona o trgovačkim društvima, 3. izd.
10. **Gorenc, Vilim (ur.):** Komentar Zakona o obveznim odnosima, 2005.
11. **Građanski zakonik njemački (Buergerliches Gesetzbuch)**
12. **Henderson, Schuyler K:** Henderson on Derivatives, LexisNexis UK, 2004.
13. **Hudson, A.:** Modern Financial Techniques, Derivatives and Law, Kluwer Law International, 2000.
14. **Hudson, Alastair (ur.):** Credit Derivatives – Law, Regulation and Accounting Issues, 1999.
15. **Hudson, Alastair:** Swaps, Restitution and Trusts, Sweet & Maxwell, 1999.
16. **Hudson, Alastair:** The Law on Financial Derivatives, Sweet & Maxwell, 2002.
17. **Hull, J.C.:** Options, Futures and Other Derivatives, 6th edition, Prentice Hall, New Jersey, 2006.
18. **James, Simon:** The Law of Derivatives, LLP Professional Publishing, 1999.
19. **Jurman, A.:** Mogućnosti primjene kamatnih swapova u hrvatskom bankarstvu, Zbornik Radova Sveučilišta u Rijeci, Ekonomski fakultet, god. 22 (1), svibanj 2004, str. 69-86.
20. **Klarić, Petar – Vedriš, Martin:** Građansko pravo, 9. izdanje
21. **Kolb, Robert W., James, Overdahl A.:** Financial Derivatives, 2003.
22. **Kraemer, Lutz:** Finanzswaps und Swapderivate in der Bankpraxis, 1999.
23. **Nobel, Peter:** Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. izdanje
24. **Opći građanski zakonik austrijski (Allgemeine Buergerliche Gesetzbuch)**
25. **Orsag, Silvije:** Vrijednosni papiri, 2003.
26. **Overdahl, J.A.:** Futures, Options, and Swaps, 5th ed., Blackwell Publishing, Oxford, 2007.
27. **Palandt,** Buergerliches Gesetzbuch, 62. izd.
28. **Rebmann, Kurt – Saecker, Franz Juergen – Rixecker, Roland (hrgs.):** Muenchener Kommentar BGB, Schuldrecht Allgemeiner Teil, Bd 2a, 4. izdanje
29. **Rose, S. P.:** Commercial Bank Management, Richard D. Irwin, Inc., Boston 1991.
30. **Schwintowski, Hans-Peter – Schaefer, Frank A.:** Bankrecht, 1997.
31. **Slakoper, Zvonimir (ur.):** Bankovni i financijski ugovori, Pravni fakultet u Rijeci, 2007.
32. **Strahinjić, Ratko:** Ugovor o valutnom i kamatnom swapu, magistarski rad, Pravni fakultet, Zagreb, 1991.

33. **Wadsley, Jan – Penn, Graham:** *The Law Relating to Domestic Banking*, 2000.
34. **Wood, Philip R.:** *Title Finance, Derivatives, Securitisations, Set-off and Netting*, Sweet & Maxwell, 1995.
35. **Zakon o deviznom poslovanju**, NN 96/03, 140/05 i 132/06
36. **Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci**, NN 75/08
37. **Zakon o investicijskim fondovima**, NN 150/05
38. **Zakon o obligacijama švicarski (Obligationenrecht)**
39. **Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima**, NN49/99, 63/00, 103/03, 177/04, 71/07
40. **Zakon o obveznim odnosima**, NN 35/05 i 41/08
41. **Zakon o platnom prometu u zemlji**, NN 117/2001
42. **Zakon o trgovačkim društvima**, NN 111/1993, 34/1999, 121/1999, 118/2003 i 107/2007
43. **Zakon o tržištu kapitala**, NN 88/08
44. **Zobl, Dieter – Kramer, Stefan:** *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, 2004.