

# TEORIJSKO ODREĐENJE I PRAVNO UREĐENJE HEDGE FONDOVA

Prof. dr. sc. Nikola Mijatović \*  
Dr. sc. Danko Špoljarić \*\*

UDK 336.763.268.01  
Pregledni znanstveni rad  
Primljeno: prosinac 2010.

*U radu se razmatra fenomen hedge fondova u svjetlu financijske krize koja je potresla svjetsko gospodarstvo 2008. i 2009. godine i pogrešne prosudbe javnosti o njihovu utjecaju na nastanak krize. Svrha ovog rada je poredbenom analizom uloge hedge fondova u ekonomski najrazvijenijim državama i regulative koja se odnosi na njih prikazati stvarno stanje u svijetu i mogućnosti njihova djelovanja u Republici Hrvatskoj. Autori analiziraju pravno uređenje hedge fondova u svijetu i Hrvatskoj, upozoriti na kontroverzije i prijepore u stručnim krugovima te izlažu moguća rješenja de lege ferenda.*

*Ključne riječi: investicijski fondovi, hedge fondovi, financijsko tržište, regulatorna agencija*

## 1. Uvod

Iako nije jednostavno precizno odrediti *hedge* fondove, najbliža definicija odredila bi ih kao financijske institucije s obilježjima investicijskih fondova koje djeluju na financijskom tržištu na koje se ne primjenjuju propisi koji reguliraju financijsko tržište, nad kojima nema ovlasti državno regulatorno tijelo koje nadzire financijsko tržište i čije poslovanje je istodobno i rizično i visoko profitabilno.

Svi investicijski fondovi – bez obzira na to je li riječ o otvorenim investicijskim fondovima (*open-end funds*, *mutual funds*), nekim od njihovih brojnih izvedenica (*exchange-traded funds*, *index funds*, *unit trusts*), o zatvorenim investi-

---

\* Dr. sc. Nikola Mijatović, profesor Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, Trg maršala Tita 14, Zagreb (Pravno uređenje *hedge* fondova – poredbena analiza, Zaključak)

\*\* Dr. sc. Danko Špoljarić, Croatia osiguranje, Miramarska 22, Zagreb (Uvod, Kratak prikaz povijesnog razvoja, Karakteristike, Financijska snaga i Vrste *hedge* fondova)

cijskim fondovima (*closed-end funds, unit investment trusts*) ili investicijskim fondovima rizičnog kapitala (*venture capital, private equity*) – imaju jednak poslovni cilj: prikupljanje sredstava od investitora i njihov daljnji plasman na tržište kapitala radi ostvarenja profita. Stoga su i *hedge* fondovi investicijski fondovi jer je predmet njihove djelatnosti prikupljanje sredstava investitora radi daljnjeg plasmana. Prostor na kojem djeluju je financijsko tržište, iako se, za razliku od svih ostalih investicijskih fondova, ne pridržavaju ograničavajućih propisa koji reguliraju to tržište, niti prihvaćaju nadzor regulatornih agencija financijskog tržišta.<sup>1</sup> Slobodno djelovanje *hedge* fondova na financijskom tržištu, nesputano propisima koji reguliraju aktivnosti subjekata financijskog tržišta, smatra se najvažnijom razlikom između *hedge* fondova i svih ostalih investicijskih fondova, a ujedno i njihovim glavnim obilježjem. Zagovornici *hedge* fondova tu nesputanost propisima financijskog tržišta drže njihovom pozitivnom karakteristikom jer se slobodnim djelovanjem bolje štiti ulog investitora i ostvaruje veća zarada, dok njihovi protivnici u tome vide anarhiju i stalnu opasnost za stabilnost financijskog tržišta. Sam naziv *hedge* fondovi dolazi od engleske riječi *hedge* (engl. zaštita), a u ovom kontekstu pojavljuje se u smislu zaštite imovine investitora od tržišnih rizika, što se postiže različitim investicijskim tehnikama.

Cilj ovog rada je analizirati fenomen *hedge* fondova, prikazati njihov nastanak i razvojni put od sredine dvadesetog stoljeća do danas (dio rada *Hedge fondovi – kratak prikaz povijesnog razvoja*), opisati način rada usporedbom s drugim vrstama investicijskih fondova, kao i izložiti specifične oblike *hedge* fondova (dijelovi rada *Karakteristike hedge fondova* i *Vrste hedge fondova*) te upozoriti na njihovu važnost za svjetsko gospodarstvo (dio rada *Financijska snaga hedge fondova*). U dijelu rada *Pravno uređenje hedge fondova – poredbena analiza* iznosi se prikaz relevantnih propisa u SAD-u, EU-u u cjelini, pojedinih država članica i propisa Republike Hrvatske. Ovaj dio rada bavi se poredbenom analizom prav-

<sup>1</sup> Tržište kapitala sastavni je dio financijskog tržišta, a karakterizira ga trgovanje dugoročnim novčanim sredstvima i vrijednosnim papirima. Za razliku od tržišta novca, gdje se trguje novčanim sredstvima i kratkoročnim vrijednosnim papirima s rokom dospijanja do jedne godine, na tržištu kapitala trguje se novčanim sredstvima i vrijednosnim papirima čija je ročnost duža od jedne godine. *Financijsko tržište bi bilo takvo tržište na kojem se organizirano susreću ponuda i potražnja financijsko-novčanih sredstava i na kojem se formira cijena tih sredstava.* Na njemu se susreću oni koji imaju višak financijskih sredstava i koji time žele ostvariti dodatnu zaradu s onima kojima su financijska sredstva potrebna iz bilo kojeg razloga.

Dragičević, A.; Dragičević, D., *Leksikon ekonomije i informatike*, Informator, Zagreb, 1999., str. 713.

nog reguliranja *hedge* fondova, novim rješenjima u nekim državama, mogućnostima osnivanja i poslovanja u Republici Hrvatskoj te mogućim rješenjima *de lege ferenda*.

## 2. *Hedge* fondovi – kratak prikaz povijesnog razvoja

*Hedge* fondovi, kao posebna vrsta privatno organiziranih financijskih subjekata, pojavili su se u SAD-u 50-ih godina dvadesetog stoljeća kao alternativni oblik ulaganja. Začetnikom industrije *hedge* fondova smatra se Alfred Winslow Jones koji je 1949. godine osnovao prvi *hedge* fond u obliku privatnog partnerstva s početnim kapitalom od samo 100.000 dolara. Ujedno je u fond uložio svu svoju imovinu te na taj način ostvario model u kojemu je moguće istodobno ulaganje investitora i menadžera fonda. Naime, dotadašnja praksa ulaganja u investicijske fondove isključivala je mogućnost investiranja u fond od strane onoga koji njime upravlja. Fond je imao za cilj ulaganje u dionice, a radi zaštite portfelja od volatilnosti financijskog tržišta koristile su se nove financijske tehnike: simultano zauzimanje dugih i kratkih pozicija, zaduživanje i nepokrivena prodaja. Jednom riječju, pokušalo se ostvariti naizgled nemoguće: ostvariti zaradu u uvjetima kada je tržište u padu i kada su svi ostali sudionici tržišta na gubitku. Kako su nove financijske tehnike zbog svoje rizičnosti bile zabranjene investicijskim fondovima na financijskom tržištu, valjalo je naći način kako da se zaobiđu zabrane i nadzor regulatorne agencije.

S vremenom su *hedge* fondovi na svjetskim financijskim tržištima postigli impresivne rezultate pa su, usprkos trajnom otporu njihovu načinu rada zbog rizičnog poslovanja, postali nezaobilazni čimbenik svjetskog financijskog sustava. Svaka financijska kriza u svijetu, pa tako i kriza koja je kulminirala 2008. godine, ima za posljedicu prijedloge da se ukinu *hedge* fondovi, odnosno, da ih se uključi u zakonsku regulativu financijskog tržišta. Kako podvrgavanje *hedge* fondova regulativi financijskog tržišta znači ujedno i njihovu smrt jer je u prirodi poslovanja *hedge* fondova izbjegavanje zakona koji ograničavaju politiku investiranja, menadžeri i investitori *hedge* fondova tome pružaju velik otpor te predlažu kompromisno rješenje u pravcu "samoreguliranja" (*self-regulating, infra*).

Prema sadašnjem stanju stvari čini se da je upravo povezivanje *hedge* fondova u asocijacije i prihvaćanje zajedničkih pravila ponašanja put prema kompromisu suprotstavljenih strana. U svakom slučaju, ne očekuje se gašenje *hedge* fondova, do čega bi došlo strožim reguliranjem njihova rada. Dosadašnje isku-

stvo poslovanja *hedge* fondova pokazuje da će i ubuduće biti kvalificiranih i bogatih investitora spremnih na veliki rizik u očekivanju velike zarade (i u vrijeme financijskih kriza), pa se može očekivati da će *hedge* fondovi ipak opstati u manje-više neizmijenjenu obliku.<sup>2</sup>

### 3. Karakteristike *hedge* fondova

Djelatnost *hedge* fondova, investicijskih fondova *sui generis*, obuhvaća široki krug investicijskih ciljeva, tehnika i strategija, nudeći velike mogućnosti usluga svojim investitorima. Karakterizira ih visoki rizik, ali i visoki profit ako investicijski projekt uspije. Ulaganje u *hedge* fondove nedostupno je malim pojedinačnim investitorima – u njih ulažu samo veliki institucionalni investitori: mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i drugi investicijski fondovi te kvalificirani individualni investitori s većim kapitalom.<sup>3</sup> Glavna prednost *hedge* fondova u odnosu na druge investicijske fondove je njihova fleksibilnost u odabiru investicijskih mogućnosti i strategija. Kako bi se moglo primijeniti nove financijske tehnike koje pozitivni propisi nisu dopuštali postojećim registriranim investicijskim subjektima, valjalo je naći pravnu formu društva kojem bi bilo omogućeno nesmetano obavljanje takvih aktivnosti na financijskom tržištu. Drugim riječima, *hedge* fondovi jesu investicijski fondovi prema kriteriju osnovnog obilježja investicijskih fondova – prikupljanja kapitala od investitora da bi ga se daljim ulaganjem uvećalo, ali se i razlikuju u jednom isto tako važnom obilježju investicijskih fondova – podvrgavanju zakonskim

<sup>2</sup> Najbolji primjer uspješnog poslovanja *hedge* fonda u razdoblju opće financijske krize 2008. godine i pada tržišta je američki fond Paulson & Co koji je u tom razdoblju ostvario zaradu od 15 milijardi dolara. Fond je ulagao u drugorazredne hipoteke kupnjom obveznica CDOs (*Collateralised debt obligations*). To isto činili su i drugi institucionalni investitori (banke, osiguravajuća društva) koji su na tim ulaganjima pretrpjeli velike gubitke, što je na koncu dovelo do svjetske financijske krize. Za razliku od ostalih investitora, fond je koristio derivativne terminske vrijednosnice uz kreditno osiguranje i umjesto gubitka ostvario veliku zaradu. Vlasnik fonda John Paulson našao se pod istragom komisije za nadzor financijskog tržišta SAD-a *Securities and Exchange Commission* zbog obavljene transakcije, ali u njegovu postupanju nisu nađene nikakve nepravilnosti. Sender, H., *SEC asks Paulson & CO for fund information*, Financial Times, February 3., London, 2010.

<sup>3</sup> Među najvećim investitorima *hedge* fondova u SAD-u nalaze se sveučilišne i bolničke zaklade – *endowments* – koje raspoložu velikim kapitalom te velike korporacije. To u Europi nije slučaj – ulaganje zaklada u *hedge* fondove praktički je zanemarivo.

odredbama financijskog tržišta i kontroli državnih nadzornih agencija. Interese svojih investitora štite upravo slobodnim i nesputanim djelovanjem na tržištu, bez obavezne transparentnosti poslovanja koja je zakonom nametnuta drugim financijskim institucijama.<sup>4</sup>

Kruta pravila financijskih tržišta nalažu potpunu transparentnost investicijskog fonda, a ona se očituje kroz svima dostupan prospekt fonda i redovito poslovno izvješćivanje regulatorne agencije financijskog tržišta. Za razliku od toga, *hedge* fondovi ne objavljuju prospekte niti daju izvješća regulatornoj agenciji. Isto tako uspješno zaobilaze i drugu grupu ograničenja nametnutih investicijskim fondovima koja se odnosi na zakonom propisane zabrane ulaganja tamo gdje zakonodavac smatra da je to prerizično za investitora. Smisao djelovanja *hedge* fondova je u tome da zbog zaštite portfelja, često u potpunosti i u kratkom roku, mijenjaju strategiju i trenutano reagiraju na tržišne promjene te poduzimaju krajnje rizične poteze. Stoga, kako bi izbjegli zakonska ograničenja i nadzor, dio *hedge* fondova osniva se izvan granica država u kojima djeluje (*off shore*), a preostali pronalaze pravni okvir za funkcioniranje u matičnoj državi. Pritom redovito dolaze u sukob s regulatornim tijelima financijskih tržišta glede tumačenja propisa na kojima zasnivaju svoju posebnu poziciju na tržištu; poziciju različitu od pozicije drugih financijskih subjekata financijskog tržišta koji su dužni poštovati njegova pravila, biti transparentni i podvrgnuti se nadzoru. Države koje toleriraju nazočnost *hedge* fondova na svojim financijskim tržištima obično to ne čine zakonski eksplicitno. Izrijeком im se ne dopušta djelovanje, međutim, isto tako im se aktivnosti na financijskom tržištu ni ne zabranjuju. Tolerancija država prema takvim financijskim subjektima pripisuje se ponajprije njihovoj financijskoj snazi i koristi za gospodarstvo u cjelini (zapošljavanje, mobilizacija kapitala), a zatim na činjenici da je ulaganje u *hedge* fondove ipak moguće isključivo kvalificiranim investitorima, onima s većom količinom kapitala, koji su svjesni rizika ulaganja u *hedge* fondove i koji-

<sup>4</sup> Sve druge vrste i podvrste investicijskih fondova izložene su nadzoru regulatornih državnih agencija u skladu s propisima koji reguliraju financijsko tržište. Od investicijskih fondova, kao i od drugih subjekata financijskog tržišta, traži se prije svega transparentnost poslovanja – redovito izvješćivanje regulatorne agencije o svim relevantnim podacima kao što je portfelj, podaci o menadžmentu, o investitorima, svi financijski pokazatelji i izvješća itd. Osim što je transparentnost obvezna prema regulatornoj agenciji, svi podaci moraju biti i javno dostupni (internet, prospekti, statuti) kako bi potencijalni i aktualni investitori bili o svemu informirani i kako bi se spriječile zloporabe menadžera fondova. Neke financijske tehnike, npr. *short-selling* ili zaduživanje (*leverage*), investicijskim fondovima nisu dopuštene, a sve u interesu zaštite investitora.

ma nije potrebna zaštita države od rizičnog poslovanja fonda i eventualne štete zbog rizičnog ulaganja. Naime, glavnina restriktivnih zakonskih odredaba kojima su izloženi subjekti financijskog tržišta – način ulaganja prikupljenih sredstava, zaduživanje – uvedena je kako bi se spriječile špekulacije menadžera fondova i propast fondova te time zaštitili uloženi investitori. Iz istog razloga traži se transparentnost njihova poslovanja, redovito izvješćivanje nadzornog tijela o prikupljenim sredstvima i ulaganjima, kao i o vrijednosti imovine.

*Hedge* fondovi međusobno se razlikuju:

- prema investicijskim strategijama koje primjenjuju – fondove sa strategijom većeg rizika redovito prati i veća zarada ako poslovni projekt uspije
- prema stupnju volatilnosti financijskih instrumenata u koje ulažu
- prema omjeru korištenja vlastitih sredstava u odnosu na sredstava pribavljena dodatnim zaduživanjem.

Zajedničke karakteristike:

- menadžeri imaju maksimalnu slobodu korištenja različitih financijskih strategija radi zaštite portfelja i ostvarenja zarade
- slobodno zaduživanje, nepokrivena prodaja (*short sales*) i široka primjena izvedenica
- menadžerski profiti su visoki, dijelom su fiksni u postotku od veličine portfelja fonda (1,5 – 2,5 %), a dijelom predstavljaju postotak od profita fonda (20 – 25 %)
- menadžer ulaže i vlastitu imovinu u fond, čime je dodatno motiviran za uspješnost fonda
- na njih se u pravilu ne odnosi tržišna regulativa kojom su obuhvaćeni drugi subjekti financijskog tržišta.<sup>5</sup>

Usprkos velikom utjecaju na svjetski financijski sustav, *hedge* fondove se dijelom doživljava kao generatore korporativne anarhije, masovnih otpuštanja radnika, nesigurnosti i bogaćenja već bogatih pojedinaca. Od 1988. godine do danas, usprkos negativnoj percepciji dijela stručne javnosti, nedostatku transparentnosti, visokim naknadama menadžera fondova, dodatnog financiranja

<sup>5</sup> Stefanini, F., *Investment Strategies of Hedge Funds*, John Wiley&Sons Ltd., Southern Gate, 2006., str. 56.

zaduživanjem, problemima s regulatornim agencijama, bilježi se redoviti godišnji rast imovine i ulaganja novih novčanih sredstava. To je ujedno i najjači argument u korist budućnosti *hedge* fondova, nasuprot prognozama koje svaki poslovni promašaj smatraju propašću cjelokupne industrije *hedge* fondova.<sup>6</sup>

#### 4. Financijska snaga *hedge* fondova

Prema nekim analitičarima današnji *hedge* fondovi svojom financijskom i gospodarskom snagom imaju vodeću ulogu u budućem preoblikovanju korporativnog svijeta i predstavljaju prethodnicu nove financijske revolucije.<sup>7</sup> Svojim aktivnostima mobiliziraju novčane iznose u milijardama američkih dolara i donose inovacije na financijsko tržište, pri čemu su mnogi investitori ostvarili velike zarade. Na taj su način tradicionalne sudionike financijskog tržišta (a osobito vodeće svjetske banke) prisilili da preispitaju poslovne strategije, da kupuju *hedge* fondove i da se s njima povezuju. O utjecaju *hedge* fondova na svjetsko financijsko tržište govore podaci da su *hedge* fondovi samo u 2006. godini sudjelovali s 50 milijardi dolara u naknadama i kamatama investicijskih banaka na njujorškom *Wall Streetu* i u londonskom *Cityju*, u više od pola trgovine obveznicama u SAD, 40 % trgovine dionicama i 80 % trgovine podcijenjenim dugovanjima, a iako drže samo 1,5 % svjetske imovine, svojom aktivnošću nadilaze vrijednost imovine kojom raspolažu.<sup>8</sup>

O kapitalu koji kontroliraju svjetski *hedge* fondovi mogu se dobiti samo aproksimativni podaci jer su, po prirodi stvari, zbog netransparentnosti poslovanja i neobjavlivanja izvješća egzaktni podaci često nedostupni, pa tako različita neovisna istraživanja daju bitno različite podatke, ali iz svih proizlazi da je riječ o tisućama milijardi američkih dolara.<sup>9</sup>

<sup>6</sup> Kriza sveukupne industrije *hedge* fondova dogodila se 1998. godine kada je u devet mjeseci fond *Long Term Capital Management* ostvario gubitak od četiri milijarde dolara i time izazvao domino efekt koji je mnoge banke, financijske institucije i velike brokere doveo na rub propasti, a kriza cijelog sustava spriječena je intervencijom američkih Federalnih rezervi.

*Ibid.*, str. 2 – 3.

<sup>7</sup> Barber, L., *Hedge Funds*, Foreword, Financial Times Special Report, April 2007., str. 2.

<sup>8</sup> Mackintosh, J., *Hedge Funds, Investors still pile in*, Financial Times Special Report, 2007., str. 2 – 3.

<sup>9</sup> Prema istraživanju Britt Erice Tunick *Hedge Fund 100*, objavljenom na stranicama *AlphaMagazine.com* 2007. godine, svjetski *hedge* fondovi upravljali su koncem 2004. godine s 973 milijarde dolara, koncem 2005. godine s 1.100 milijardi dolara, a koncem 2006. godine s 1.460 milijardi dolara. Pomoćnik ministra financija SAD-a za



Tablica 1. Izvor kapitala *hedge* fondova u svijetu od 1997. do 2006. (%)

godina	individualni investitori	investicijski fondovi	mirovinski fondovi	korporacije	zaklade
1997.	61	14	5	9	11
1998.	54	18	10	8	10
1999.	53	20	12	7	8
2000.	54	17	14	7	8
2001.	48	20	15	8	9
2002.	42	27	15	7	9
2003.	44	24	15	8	9
2004.	44	24	15	8	9
2005.	44	30	12	7	7
2006.	40	23	11	8	18

Izvor: *Joint Committee on Taxation, Present Law and Analysis Relating to Tax Treatment of Partnership Carried Interest and Related Issues*

Tablica 1. prikazuje izvor kapitala *hedge* fondova tijekom deset godina. Individualni investitori s većim kapitalom tradicionalno drže najveći udjel kapitala u *hedge* fondovima u postotku, iako su se institucionalni investitori tijekom deset godina sasvim izjednačili s individualnima. Mirovinski fondovi udvostručili su svoje sudjelovanje, a isto tako i zaklade, osobito 2006. godine. Važan izvor financiranja *hedge* fondova postali su i drugi fondovi – takozvani *fund of funds*. Porast institucionalnih investitora u strukturi kapitala *hedge* fondova u SAD-u odrazio se i na globalno tržište. Do velike financijske krize 2008. godine prognoziralo se da će udjel institucionalnih investitora do 2010. godine narasti do 60 %, a nakon krize sve je postalo neizvjesno.<sup>10</sup>

---

financijska tržišta Anthony Ryan na konferenciji *Managed Fund Association* u lipnju 2007. godine iznio je podatak da *hedge* fondovi u svijetu upravljaju s 1.400 milijardi dolara. Jickling i Marples u radu *Taxation of Hedge Fund and private Equity Managers* u srpnju 2007. godine navode iznos od 1.200 milijardi dolara, dok Rene M. Stulz u studiji *Hedge Funds: Past, Present and Future*, objavljenoj u *Journal of Economic Perspectives* 2007. godine, daje podatak da su *hedge* fondovi koncem 2005. godine upravljali s 2.170 milijardi dolara, 2006. godine s 2.154 milijardi dolara, a u prvom kvartalu 2007. godine s 2.401 milijardi dolara.

*Joint Committee on Taxation, Present Law and Analysis Relating to Tax Treatment of Partnership Carried Interests and Related Issues*, September 2007., str. 12.

<sup>10</sup> *Joint Committee on Taxation, op. cit.* u bilj. 9, str. 13.



## 5. Vrste *hedge* fondova <sup>11</sup>

Različiti *hedge* fondovi imaju različite strategije djelovanja na financijskom tržištu: pojedini fondovi ulažu sredstva isključivo u podcijenjene vrijednosne papire očekujući i ostvarujući profit kada cijena takvih vrijednosnih papira postane realna, drugi trguju opcijama i obveznicama, treći ulažu na tržištima u razvoju, a svima je zajednička karakteristika da ulažu u gotovo svaku priliku na svakom tržištu gdje predviđaju veću dobit. Zajednička im je karakteristika težnja da reduciraju nestabilnost portfelja i rizik te time ostvare očuvanje postojećeg kapitala, a ujedno iskoriste pozitivne efekte u svim tržišnim uvjetima. Pritom se fleksibilno koriste raznovrsnim financijskim instrumentima radi smanjenja tržišnih rizika, kao i brojnim investicijskim opcijama: kratkoročnim sporazumima o reotkupu vrijednosnih papira radi ostvarenja zarade u razlikama u cijeni, *futures* ugovorima, *call* opcijama, *put* opcijama i ostalim derivativnim instrumentima tržišta kapitala (izvedenicama).

S obzirom na različite strategije i ciljeve velike su razlike među fondovima u vremenskom investicijskom ciklusu, povratu investiranih sredstava, stabilnosti fondova i izloženosti tržišnim rizicima. Iako su ciljevi većine *hedge* fondova očuvanje kapitala, sigurnost povrata uloženi sredstava i amortizacija tržišne nestabilnosti, neki ipak daju prednost ostvarenju visokih profita, pa makar i uz veliki rizik, a u svemu važnu ulogu igra profesionalni tim visoko specijaliziranih menadžera.

Ciljane grupacije investitora *hedge* fondova su ponajprije mirovinski fondovi i osiguravajuća društva koji drže veliku količinu slobodnih novčanih sredstava duge ročnosti, ali isto tako i bogati individualni investitori. Svi oni spremni su ulagati kapital dugoročno, a očekuju od menadžmenta fonda amortiziranje tržišnih oscilacija, stabilnost portfelja i veliki stupanj sigurnosti povrata uloženi.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Kako su *hedge* fondovi nastali i razvili se u SAD-u, tako je i danas njihova djelatnost najrazvijenija u SAD-u. Sve novo vezano uz *hedge* fondove događa se u SAD-u, a Europa i ostali dijelovi svijeta to prate. Zato će u ovom radu biti prezentirane najvažnije vrste ili grupacije *hedge* fondova koje djeluju uglavnom na financijskom tržištu SAD-a, ali s obzirom na globalizaciju, prisutni su, iako u manjoj mjeri, i u drugim dijelovima svijeta.

<sup>12</sup> U SAD-u u 2008. godini djeluje 8350 *hedge* fondova koji raspolažu iznosom od oko 1000 milijardi dolara, a godišnji rast u posljednjih nekoliko godina kreće se oko 20 %. (Izvor: *Magnum Global Investment Ltd.*, [www.magnum.com](http://www.magnum.com))

Prema načinu rada i strategijama nastupa na financijskom tržištu obično se grupiraju kao:

- tržišno neutralna grupa (*market neutral group*)
- dugoročna/kratkoročna dionička grupa (*long/short equity group*)
- usmjerena trgovačka grupa (*directional trading group*) i
- grupa specijalnih strategija (*specialty strategies group*).

### 5. 1. Tržišno neutralna grupa (market neutral group)

Unutar ove grupacije *hedge* fondova, koju neki klasificiraju i kao *event driven group*<sup>13</sup>, najvažnije mjesto zauzimaju fondovi čija se strategija zasniva na *ulaganju u podcijenjene vrijednosne papire (distressed securities strategy)*. Menadžeri fonda ulažu sredstva u otkup dugova ili dionica poduzeća kojima prijeti stečaj ili koja su u postupku reorganizacije radi izbjegavanja stečaja. S obzirom na bezizglednu situaciju u kojoj se poduzeće nalazi, dugovi i dionice se otkupljuju uz veliki diskont, a veliki profit se ostvaruje ako se poduzeće uspješno reorganizira i nastavi stabilno poslovati jer u tom slučaju njegove dionice postižu realnu vrijednost, a otkupljeni se dugovi naplaćuju u cijelosti i s kamatom. Čak i u slučaju likvidacije poduzeća, kako je fond otkupio dugove uz veliki diskont, ostvaruje se određena dobit iz likvidacijske mase zbog zakonskog redoslijeda naplate. Druga moguća strategija je otkup duga u obliku obveznica uz veliki diskont i istodobno smanjenje temeljnog kapitala poduzeća povlačenjem dionica. U slučaju poboljšanja financijske pozicije poduzeća dug će biti naplaćen u cijelosti, a vrijednost dionica će porasti i ostvarit će se dobit, a u slučaju pogoršanja financijske situacije vrijednost dionica postaje manja od vrijednosti obveznica koje su u redoslijedu naplate ispred dionica u slučaju likvidacije ili stečaja.<sup>14</sup>

*Hedge* fondovi sa *strategijom za posebne situacije (special situations strategy)* koriste, sukladno tržišnim okolnostima, duge i kratke pozicije na tržištu, ulažu u dionice i obveznice za koje očekuju promjenu cijene u vezi s nekim neočekiva-

<sup>13</sup> *Event driven* strategije nastoje iskoristiti prilike koje se pojavljuju tijekom razvojnog ciklusa tvrtke u koju se ulaže kao što su izvanredni događaji (restrukturiranja, spajanja, akvizicije).

Stefanini, *op. cit.* u bilj. 5, str. 14.

<sup>14</sup> U 2004. godini imovina *hedge* fondova specijaliziranih za poslove s podcijenjenim vrijednosnim papirima (*distressed securities strategy*) iznosila je 69 milijardi dolara ili 7,3 % poslovanja svih *hedge* fondova, s godišnjim povratom od 18,4 %.

(Izvor: *Hedge Fund Demand and Capacity 2005-2015.*, studija Van Hedge Fund Advisors International, LLC, Nashville, 2005., str. 17)

nim događajem kao što je spajanje ili preuzimanje poduzeća, restrukturiranje, likvidacija ili arbitraža.<sup>15</sup>

Ovoj grupi *hedge* fondova pripadaju i fondovi koji na tržištu koriste *arbitražnu strategiju*, pri čemu menadžeri fonda nastoje iskoristiti neefikasnost i tromost tržišta, trgujući izvedenicama, osobito ročnicama (*futures*) i kompenzirajući eventualne kratkoročne gubitke dugoročnim prinosima te na taj način maksimalno smanjuju tržišni rizik.

*Konvertibilna arbitraža* kao strategija fondova uključuje kupnju konvertibilnih vrijednosnih papira i očekivanje profita na promjeni kupljenih vrijednosnih papira za druge, uz istodobnu mogućnost zarade na promjeni kamatnih stopa.

*Hedge* fondovi koji primjenjuju *strategiju arbitraže fiksnog prihoda (fixed income arbitrage)* očekuju zaradu na razlici u cijenama i kamatnim stopama vrijednosnih papira s fiksnim prihodima i njihovim izvedenicama, kao što su na primjer promjene kamatnih stopa, državni i korporativni dug i hipotekarne obveznice.<sup>16</sup>

Uz navedene arbitražne strategije pojedini fondovi koriste *strategiju spajanja ili preuzimanja (merger/risk arbitrage)*, za koju je karakteristično predviđanje spajanja ili preuzimanja poduzeća i ostvarenje zarade nakon toga, te *statističku strategiju*, koja se bazira na matematičkim metodama istraživanja vrijednosti vrijednosnih papira u ranijem periodu i projekciji njihove vrijednosti u budućnosti.

## 5. 2. Dugoročna/kratkoročna dionička grupa (long/short equity group)

Strategija ove vrste fondova ima svoje začetke u ranim 50-im godinama prošlog stoljeća, a sastoji se od simultanog zauzimanja dugoročnih i kratkoročnih pozicija u pokušaju neutraliziranja tržišne nestabilnosti. To konkretno znači da će u slučaju pada tržišnog indeksa zarada na kratkoročnim pozicija-

<sup>15</sup> U financijskom smislu na tržištu kapitala SAD-a pojam arbitraže (*arbitrage*) jest postupak iskorištavanja različitih cijena financijskih instrumenata na dva ili više tržišta, odnosno, kupnja vrijednosnog papira po nižoj cijeni i istodobna prodaja po višoj cijeni. Uvjeti za arbitražno poslovanje su: a) različita cijena istih financijskih instrumenata na raznim tržištima kapitala, b) dva instrumenta iste solventnosti ne prodaju se po istoj cijeni, c) instrumenti s poznatom cijenom u budućnosti danas se ne prodaju po budućoj cijeni.

<sup>16</sup> Shleifer, A.; Vishny, R. W., *The Limits of Arbitrage*, The Journal of Finance, vol. 52, American Finance Association, 1997., str. 35 – 55.

ma neutralizirati gubitak na dugoročnim pozicijama, a ukupna dobit cijelog projekta ovisi o uspješnom balansiranju portfelja i svakodnevnoj aktivnosti menadžera na financijskom tržištu.<sup>17</sup>

*Strategijom agresivnog rasta (aggressive growth)* nastoji se ostvariti zarada na bazi investiranja u poduzeća od kojih se na temelju iskustva očekuje rast vrijednosti dionica. Za takvo očekivanje postoje pokazatelji u financijskim podacima poduzeća, kao i u poslovnom okruženju koje upućuje na potencijalni rast.

*Market Neutral Securities Hedging* je strategija u osnovi *long/short*, odnosno, smisao cijele strategije je održanje portfelja fonda minimalnim izlaganjem tržišnim promjenama putem istodobnog ulaganja u terminske kratkoročne i dugoročne vrijednosne papire i održavanje balansa.

Fondovi s *oportunističkom strategijom* mijenjaju investicijski pristup sukladno trenutačnim tržišnim uvjetima bez konzistentnih pravila investiranja, a sve u očekivanju povoljne prilike na tržištu.

*Vrijednosna strategija* zasniva se na procjeni menadžera fonda o stvarnoj vrijednosti tvrtki čije vrijednosne papire drži u portfelju. Ako je procjena takva da će tržište korigirati vrijednost dionica određene tvrtke koje drži u portfelju, takve dionice će zadržati, dok će prodati dionice za koje pretpostavlja da su precijenjene i da će doći do tržišne korekcije cijena.

### 5. 3. Usmjerena trgovačka grupa (directional trading group)

Fondovi koji koriste *makrostrategiju* formiraju svoj portfelj vrijednosnih papira na osnovi pregleda globalnih ekonomskih trendova kao što su kamatne stope, ekonomska politika, inflacija i slično. Umjesto praćenja pojedinih vrijednosnih papira prate se globalna događanja, a profit se očekuje na promjenama cjelokupnih financijskih sektora. Strategija *korištenja terminskih ugovora* sastoji se od procjene i očekivanja budućih cijena, kamatnih stopa, tečaja i promjena na tržištima roba.

<sup>17</sup> Osnivač prvog *hedge* fonda Alfred Winslow Jones prvi je primijenio strategiju dugih pozicija podcijenjenih dionica i kratkih pozicija precijenjenih dionica. Strategija *short selling* (posudba dionica od brokera i prodaja istih dionica na tržištu te kasnija kupnja istih dionica po nižoj cijeni) jedna je od osnovnih strategija *hedge* fondova po kojoj su postali poznati. Mogućnost primjene strategije *short selling* pokazala se kao velika prednost *hedge* fondova u odnosu na investicijske fondove kojima nije dopuštena jer u situaciji kada indeks tržišta kapitala pada, ovom strategijom *hedge* fondovi ne samo da sprječavaju gubitak, nego ostvaruju profit, dok obični investicijski fondovi gube. Transakcija je špekulativna i visoko rizična, ali u slučaju uspjeha donosi profit u trenutku kada svi ostali subjekti financijskog tržišta gube.

#### 5. 4. Grupa specijalnih strategija (specialty strategies group)

Fondovi sa *strategijom ulaganja na tržištima u rastu* ulažu sredstva na tržišta u zemljama nerazvijene ekonomije kao što su Brazil, Kina, Rusija, zemlje Latin-ske Amerike, istočne Europe i Srednjeg istoka. Ta vrsta fondova određena je zemljopisno tako da različiti fondovi na tržištima u rastu investiraju u različite instrumente: dionice, obveznice, valutu. Zarada na ovim tržištima je velika, ali isto tako i volatilnost tržišta, iz čega proizlazi i veliki rizik investiranja.

Fondovi koji primjenjuju *multistrategiju* koriste istodobno dvije ili više strategija ovisno o prilikama koje se nude na tržištu: vrijednosnu, agresivnog rasta i slično. Svaka od različitih strategija ima važnu ulogu u kreiranju portfelja.

#### 6. Pravno uređenje *hedge* fondova – poredbena analiza

Od početaka *hedge* fondovi nastoje uskladiti dva poslovna načela koja na prvi pogled izgledaju nespojivo: (1) izbjegavanje negativnih tržišnih utjecaja na stabilnost portfelja fonda uz maksimalnu sigurnost ulaganja (*hedging*) i (2) ostvarenje većeg profita rizičnim poslovnim potezima, koji u pravilu nisu dopušteni drugim subjektima tržišta kapitala. Realizacija takve poslovne politike postiže se slobodnim djelovanjem, slobodnim od ograničenja koje zakon i regulatorno tijelo financijskog tržišta nameću drugim financijskim subjektima.

Usprkos netransparentnosti poslovanja te vrlo visokim naknadama koje naplaćuju svojim investitorima, *hedge* fondovi su vrlo atraktivni za investitore, a analiza njihova poslovanja pokazuje veliku efikasnost i ostvarenje većih profita svojim investitorima od običnih fondova. Na taj način privlače investitore i veliku količinu kapitala. Kvalitetu poslovanja duguju stručnjacima koji upravljaju fondovima.

Upravo zbog prirode poslovanja *hedge* fondovi u većini država nisu regulirani pa bi se umjesto o reguliranju prije moglo govoriti o "dereguliranosti" *hedge* fondova. U tom kontekstu prostor za djelovanje ne pronalaze u propisima koji reguliraju njihov rad i prisutnost na financijskom tržištu, nego u pozitivnim propisima koji ne zabranjuju njihov način rada i njihovu prisutnost na financijskim tržištima diljem svijeta. Zbog financijske snage kojom raspolažu ekonomski razvijene države im eksplicitno ni ne dopuštaju, niti ne zabranjuju rad, već ih prešutno toleriraju.

Zašto uopće regulirati *hedge* fondove?

*Hedge* fondovi s postojećim tretmanom od strane država i regulatornih agencija imaju pozitivan utjecaj na svjetsku ekonomiju jer donose likvidnost i financijske inovacije na svjetska financijska tržišta. Premda u njihovu poslovanju nisu zabilježene veće zloporabe menadžmenta u usporedbi s poslovanjem drugih financijskih subjekata (banke, investicijski fondovi), kao razlog podvrgavanja *hedge* fondova propisima financijskog tržišta i nadzoru regulatornog tijela ističe se zaštita triju grupacija subjekata povezanih s financijskim tržištem.<sup>18</sup> To se prije svega odnosi na investitore kao najviše izložene mogućim zloporabama, zatim društva u koja se investira i, konačno, financijsko tržište u cjelini.

Iako u *hedge* fondove mogu investirati samo institucionalni investitori i investitori kvalificirani odgovarajućom količinom imovine, zbog netransparentnog načina rada i odsutnosti bilo kakvog nadzora opasnost od zloporabe i prijevare od strane menadžmenta fonda je moguća. Sasvim je izvjesno da bi se to odrazilo i na društva u koja se investira jer bi došlo do propasti takvog projekta, a zbog velike financijske snage *hedge* fondova nije pretjerano govoriti o opasnosti za financijsko tržište u slučaju da dođe do sloma velikog fonda. Nasuprot tome, menadžeri fondova drže izložene opasnosti pretjeranima, ističu da su kvalificirani investitori dovoljno educirani i svjesni rizika u koji se upuštaju te da im dodatna državna zaštita kroz propise koji ograničavaju rad *hedge* fondova nije potrebna. Nadalje, navodi se da takvi investitori unaprijed prihvaćaju povećani rizik i da stoga ne ulažu sva svoja sredstva u *hedge* fondove pa tako u slučaju propasti fonda neće pretrpjeti nepopravljivu štetu.

Prema svemu sudeći, istina je negdje u sredini – odsutnost bilo kakve regulacije i nadzora realna je opasnost od prijevare za sve tri istaknute grupacije, a potpuno podvrgavanje regulativi financijskih tržišta znači kraj *hedge* fondova. Čini se da je pravo rješenje povezivanje *hedge* fondova i takozvano “samoreguliranje” (*self-regulating*).

## 6. 1. Sjedinjene Američke Države

Od samih početaka djelovanja u SAD-u *hedge* fondovi uvode novi pristup koji na financijsko tržište donosi nove mehanizme zaštite imovine investitora

---

<sup>18</sup> Horsfield-Bradbury, J., *Hedge Funds Self-Regulation in the US and the UK*, <http://law.harvard.edu>.

i veći profit. Tijekom godina pretvorili su se u vrlo heterogenu grupaciju s različitim financijskim ciljevima i različitim načinom rada, ali s nekoliko zajedničkih karakteristika: na financijskom tržištu slobodni su od ograničenja nametnutih Zakonom o investicijskim kompanijama (*The Investment Company Act*), njima upravljaju profesionalni investicijski menadžeri, a ulaganje u fond dostupno je samo kvalificiranim investitorima s visokim temeljnim ulogom. Iako pojam *hedge* fondovi formalno ne postoji u američkom federalnom zakonodavstvu koje regulira vrijednosne papire, u stvarnosti oni imaju vrlo važnu ulogu na financijskom tržištu.

Otvoreni investicijski fondovi, kao i druge investicijske kompanije, imaju obvezu registrirati se kod nadzornog tijela, a registracijom postaju predmetom vrlo strogog nadzora. U SAD-u je ustrojena federalna regulacija institucija koje se bave vrijednosnim papirima, a provodi je *Security Exchange Commission* – SEC. U okviru svoje nadležnosti SEC obavlja poslove registracije emisija vrijednosnih papira, kontrolu potpunosti i točnosti registracije i izjava emitenta te kontrolu zakonitosti poslovanja sudionika financijskog tržišta.<sup>19</sup>

Aktivnostima SEC-a štite se investitori u odnosu na emitente vrijednosnih papira i financijske posrednike te njihove moguće zloporabe. Zaštita se postiže strogim uvjetima kojih su se sudionici financijskog tržišta dužni pridržavati, prije svega glede transparentnosti u poslovnom izvješćivanju – drži se da su investitori najbolje zaštićeni potpunom i točnom informacijom. U tom pravcu SEC ima široke ovlasti prema sudionicima financijskog tržišta: nadgleda i regulira tržište vrijednosnih papira, ali isto tako i surađuje s državnim institucijama, agencijama i burzama. SEC je danas sveobuhvatno reguliran *Sarbanes-Oxleyevim zakonom* (*Sarbanes-Oxley Act*) iz 2002. godine o zaštiti investitora, čije težište je upravo na poboljšanju točnosti i vjerodostojnosti korporacijskih izvješća i njihove usklađenosti sa zakonima iz područja vrijednosnih papira.

Djelatnost financijskih subjekata koji djeluju na financijskom tržištu propisana je u više zakona.

Zakon o investicijskim kompanijama (*The Investment Company Act*), donesen 1940. godine, s izmjenama se primjenjuje i danas, a ovlašćuje nadzorno tijelo da registrira i nadzire emitente vrijednosnih papira koji sudjeluju u poslu investiranja, reinvestiranja ili trgovanja vrijednosnim papirima, sve radi zaštite portfelja vrijednosnih papira fonda.<sup>20</sup> Osim toga, otvoreni investicijski fondovi

<sup>19</sup> SEC je osnovan 1934. godine nakon ekonomske krize i sloma burze radi zaštite investitora i održavanja uređenog i efikasnog financijskog tržišta.

<sup>20</sup> *U. S. Code*, glava 15., odjeljak 2D, pododjeljak I, paragraf 80a-1.



i njihove aktivnosti na financijskom tržištu regulirani su Zakonom o vrijednosnim papirima (*Securities Act*) iz 1933., Zakonom o burzi vrijednosnih papira (*Securities Exchange Act*) iz 1934. i Zakonom o investicijskim savjetnicima (*Investment Advisers Act*). Daljnje zahtjeve prema otvorenim investicijskim fondovima u pravcu diverzifikacije portfelja nameće temeljni porezni zakon *Internal Revenue Code*, a nacionalna udruga *dealera* vrijednosnica (NASD) ima ovlasti nadzirati marketinške i druge prodajne aktivnosti investicijskih fondova.

Nasuprot toj vrlo opsežnoj količini propisa kojom se propisuje rad investicijskih fondova, ali ujedno i ograničavaju aktivnosti njihovih menadžera fondova, *hedge* fondovi našli su način kako da izbjegnu obvezu registracije kod SEC-a i obvezu podvrgavanja odredbama spomenutih zakona. Ako društvo osnovano u formi komanditnog društva (*limited partnership*)<sup>21</sup> ima manje od sto članova, koji su ujedno i kvalificirani investitori s ulogom u društvo ne manjim od 5 milijuna dolara, te ako društvo za svoj račun investira u vrijednosti većoj od 25 milijuna dolara, tada nema zakonski status investicijske kompanije, ne pripada u kompleksnu regulativu po kojoj je dužno poštovati sva zakonska ograničenja propisana za investicijske kompanije, odnosno, može poslovati kao *hedge* fond, bez opterećenja nadzorom SEC-a.<sup>22</sup>

Zakonom nametnuta ograničenja koja *hedge* fondovi nastoje izbjeći u djelovanju na financijskom tržištu odnose se prije svega na kontrolu SEC-a i drugih regulatornih tijela te obvezu izdavanja prospekata, objavljivanja podataka i redovitog izvješćivanja nadzornih tijela. Dio *hedge* fondova iz istog razloga vrlo se često osniva i registrira izvan SAD-a – *off shore*. Slobodno djelovanje na financijskom tržištu, nesputano restriktivnim propisima i strogom kontrolom nadzornih tijela, omogućuje menadžmentu fonda provođenje rizičnih strategija, nedostupnih drugim fondovima, čije djelovanje je strogo propisano i kontrolirano. Sloboda djelovanja na financijskom tržištu, pa i uz povećani rizik, omogućuje ostvarenje i veće zarade. Kako su predmet djelovanja *hedge* fondova obično dugoročna višegodišnja ulaganja, to menadžment ima priliku za bolju pripremu i planiranje strategije, dok su aktivnosti fonda ograničene jedino ugovornim klauzulama sa svakim pojedinim investitorom.

<sup>21</sup> Većina *hedge* fondova organizirana je u formi komanditnog društva (*limited partnership, limited liability company*).

<sup>22</sup> *Investment Company Act, Sector 3 (c)(1), Sector 2 (a)(51)(A)(iv)*. Da bi *hedge* fond mogao izbjeći zakonsku obvezu javnog razotkrivanja poslovnih podataka, što je obveza svih subjekata financijskog tržišta, mora udovoljiti i nekim odredbama *Securities Acta* (1933.), *Securities Exchange Acta* (1934.) i *Investment Advisers Acta* (1940.).

Iako aktivno sudjeluju na financijskom tržištu nad kojim SEC obavlja nadzor, SEC nema ovlasti tretirati *hedge* fondove kao investicijske tvrtke u smislu zakona (*Investment Company Act*).<sup>23</sup>

## 6. 2. Europska unija

Nakon šezdesetogodišnje prisutnosti *hedge* fondova na svjetskom financijskom tržištu Europa se danas nalazi u centru te ekspanzivne industrije. Kao prije u SAD-u, i u Europi se širi interes za ulaganje u *hedge* fondove, posebno među institucionalnim investitorima, osiguravajućim društvima i mirovinskim fondovima, koji žele na uložena sredstva ostvariti znatnu zaradu. Investicijske

<sup>23</sup> Presudom Apelacijskog suda SAD-a za Distrikt Kolumbiju broj 04-1434 od 23. lipnja 2006. godine poništena je odluka nadzorne komisije financijskog tržišta (SEC) tzv. *Hedge Fund Rule*, kojom je Zakon o investicijskim savjetnicima iz 1940. godine (*Investments Advisors Act*) protumačen na novi način kako bi se većina *hedge* fondova prisilila na registraciju i podvrgnula kontroli SEC-a. Konkretno, predmetni zakon propisuje za investicijske savjetnike granicu od 15 klijenata, tako da se oni savjetnici menadžeri fondova koji imaju broj klijenata ispod te granice nisu dužni registrirati kod SEC-a i podvrgnuti njegovu nadzoru. Do donošenja *Hedge Fund Rule* investicijski savjetnici su prikazivali *hedge* fond kao jednog klijenta, što im je SEC priznao. Nakon donošenja novih pravila SEC ne prihvaća da je *hedge* fond pojedinačni klijent investicijskog savjetnika, već tumači da je svaki pojedini investitor *hedge* fonda samostalni klijent investicijskog savjetnika. Različitim tumačenjem od svojeg dotadašnjeg tumačenja pojma "klijent" pokušalo se velik broj *hedge* fondova ili prisiliti na registraciju i poštovanje pravila ili ukinuti (što je stalna tendencija, ne samo američkog *Securities Exchange Commissiona*, nego i nadzornih agencija u svim državama, s obrazloženjem da su *hedge* fondovi izvan zakona i izvan kontrole, pa predstavljaju preveliki rizik za tržišta kapitala uopće i da dovode do anarhije). Obrazlažući presudu, sud navodi da je osporena odluka SEC-a arbitrarna i da nije u skladu sa Zakonom iz 1940. godine. Sud je prihvatio argumentaciju tužitelja o tome što se smatra investicijskom kompanijom koja je pod ingerencijom SEC-a, te o zakonom propisanim izuzecima, kada se trgovačko društvo ne smatra investicijskom kompanijom iako obavlja aktivnosti na financijskom tržištu. Bit sudske odluke je u tome da, povijesno gledano, za javno tržište ne predstavlja društvenu opasnost bilo kakvo investiranje kvalificiranih, visoko sofisticiranih i bogatih investitora, pa ni ono najrizičnije, te da je *ratio legis*, kroz kontrolne mehanizme i nadzor od strane SEC-a, pružiti zaštitu malim investitorima od prevelikih izlaganja tržišnim rizicima, dok se za kvalificirane investitore pretpostavlja da su upoznati s rizicima ulaganja na financijskom tržištu, pa im nije potrebna posebna zaštita nadzornog tijela.

(Presuda objavljena na stranici [www.seclaw.com](http://www.seclaw.com).)

**Opaska autora:** Riječ je o dvjema kategorijama – broju članova komanditnog društva (koji su ujedno i investitori) koji ne smije prijeći 100 (*Investment Company Act*) i broju klijenata koji ne smije prijeći 15 (*Investment Advisors Act*).

tehnike *hedge* fondova i financijski rezultati ostvareni tim tehnikama nisu imali za posljedicu samo privlačenje investitora *hedge* fondovima, već su i tradicionalni financijski menadžeri preuzeli tehnike *hedge* fondova da bi poboljšali svoju kvalitetu. Na taj se način u Europi sve više smanjuje razlika između klasičnog investicijskog menadžmenta s jedne strane i financijskog menadžmenta fondova rizičnog kapitala i *hedge* fondova s druge strane. Kao i drugdje, poslovanje *hedge* fondova u Europi razvilo se na investicijskoj slobodi i investicijskim tehnikama nespontanima pretjeranom zakonskom regulativom. Nasuprot tome, javlja se težnja svake države da regulira investicijske strategije, uvede kontrolne mehanizme i na taj način zaštititi investitore od gubitaka.<sup>24</sup> Iako su mnoge države članice Europske unije pokušale naći srednje rješenje – regulirati *hedge* fondove, ali im ujedno ostaviti slobodno kreiranje financijskih strategija – efikasniju organizaciju i širenje djelatnosti *hedge* fondova u Europi onemogućila je Europska unija koja nikada nije zauzela službeni stav o njima. Podijeljenost unutar Europske unije o pristupu *hedge* fondovima spriječila je donošenje europskog propisa. Jedno od predlaganih rješenja je propisati *hedge* fondovima formu, način rada, ograničenje financijskih tehnika i strategija i nadzor odgovarajućih regulatornih tijela. Takvo rješenje značilo bi ujedno i kraj za *hedge* fondove. Suprotno rješenje, da im se zakonom izričito dopusti sudjelovanje na financijskom tržištu i da im se ostavi investicijska sloboda bez ikakva nadzora, bilo bi poticaj za širenje industrije *hedge* fondova na europskom prostoru, ali bi ujedno donijelo i opasnost od anarhije na financijskim tržištima.<sup>25</sup>

<sup>24</sup> Iako ni *hedge* fondovi ni investicijski fondovi rizičnog kapitala nisu odgovorni za svjetsku financijsku krizu do koje je došlo 2008. godine, čelnici ekonomski najrazvijenijih država svijeta na sastanku G20 u Washingtonu 15. studenoga 2008. godine donijeli su zaključak da “sva financijska tržišta, njihovi sudionici i proizvodi moraju biti regulirani i moraju biti predmet nadzora odgovarajućih nadzornih tijela”. Sličan stav zauzeli su i Europski parlament i Europska komisija. Takvo rješenje, s obzirom na to da je suprotno biti djelovanja *hedge* fondova, kada bi bilo dosljedno provedeno, značilo bi kraj za *hedge* fondove, odnosno, tražilo bi njihovu transformaciju u neki drugi oblik investicijskog fonda. U protivnom, morali bi napustiti europska financijska tržišta. ([www.euractiv.com](http://www.euractiv.com))

<sup>25</sup> Na zahtjev Europske komisije 2006. godine osnovana je investicijska ekspertna grupa sa zadatkom da izradi elaborat o upravljanju, djelovanju i marketingu *hedge* fondova u Europi. U srpnju 2006. godine objavljen je elaborat ekspertne grupe koja je, među ostalim, dala preporuke mogućeg reguliranja i inkorporiranja *hedge* fondova u europsko zakonodavstvo. Ekspertna grupa dala je sljedeće prijedloge:

- da države članice prepoznaju zahtjeve svojih investitora za širenjem financijskih proizvoda te da uvedu zakone koji su kompatibilni poslovanju *hedge* fondova. U tom pravcu predlaže se da europske vlasti omoguće *hedge* fondovima funkcionira-

Zakonodavstva država članica Europske unije u odnosu na reguliranje *hedge* fondova obično nisu precizna, ali taj nedostatak nije spriječio veliku ekspanziju *hedge* fondova u zapadnoj Europi. Francuska dopušta tri tipa *hedge* fondova (*OPCVM, Organisme de placement collectif en valeurs mobilières*) i tretira ih kao alternativne fondove. Ulaganje je moguće samo kvalificiranim investitorima, a za neke institucionalne investitore postoje ograničenja: mirovinskim fondovima uopće nije dopušteno ulagati u *hedge* fondove, a osiguravajućim društvima dopušteno je ulagati u *hedge* fondove i investicijske fondove rizičnog kapitala do 10 % raspoložive imovine. U Njemačkoj su dopušteni *hedge* fondovi, a za investitore ne postoji novčani kvalifikatorni prag. Osiguravajuća društva ograničena su u ulaganju u *hedge* fondove – mogu ulagati do 5 % od raspoloživih sredstava, od čega samo 1 % može biti u pojedinom fondu. Ista ograničenja vrijede i za mirovinske fondove. Pojam *hedge* fond ne postoji u Zakonu o financijskim uslugama i tržištima Ujedinjenog Kraljevstva<sup>26</sup>, niti postoji općenito prihvaćena definicija *hedge* fondova. Agencija za financijske usluge (*Financial Services Authority, FSA*) odgovorna je za reguliranje financijskih usluga i za održavanje efikasnog, uređenog i poštenog financijskog tržišta. *Hedge* fondovi koji djeluju u UK-u osnivaju se i imaju sjedište *off shore*, u zemljama gdje imaju porezne beneficije. S druge strane, sjedište izvan UK-a nije prepreka za njihov nesmetan rad. Agencija ih tretira kao neregulirane programe zajedničkih investicija (*unregulated collective investment schemes*), a nadzire ih u dijelu koji se odnosi na marketing. *Hedge* fondovima nije dopušteno javno reklamiranje proizvoda jer ti proizvodi nisu namijenjeni svima, već samo kvalificiranim investitorima i

---

nje sukladno direktivi MiFID bez dodatnih restrikcija, odnosno, da im se omogući nesmetano poslovanje na jedinstvenom europskom tržištu kapitala, uz pošteno i profesionalno poslovanje s razvrstavanjem klijenata na male, profesionalne i kvalificirane

- da se regulatorna tijela ne upuštaju u kontrolu trgovine i distribucije i da se uvede imovinski kriterij kvalificiranih investitora kojima bi bilo omogućeno investiranje u *hedge* fondove
- da se *hedge* fondovi službeno registriraju, ne kao investicijski fondovi (UCITS), ali usuglašeni s njima
- da se institucionalnim investitorima u cijelosti omogući investiranje sukladno principu *prudent man*, odnosno, bez ograničenja, kako je to već prihvaćeno za mirovinske fondove
- da se bankama ukinu restrikcije glede investiranja u *hedge* fondove.

(*Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission, 2006., www.ec.europa.eu, str. 35 – 37*)

<sup>26</sup> *Financial Services and Markets Act, 2000.*

profesionalnim klijentima s financijskim iskustvom i imovinom veće vrijednosti. U skladu sa Zakonom o financijskim uslugama i tržištima Agencija je mjerodavna za davanje odobrenja za rad, ali samo u odnosu na menadžere *hedge* fondova. Ti menadžeri moraju biti ovlašteni za upravljanje kapitalom trećih osoba i za financijsko savjetovanje. Samim *hedge* fondovima Agencija ne daje odobrenje za rad, ne nadzire ih, niti su oni u obvezi davanja poslovnih izvješća. Razlog niskom stupnju regulatornih opterećenja je taj da Agencija nastoji pronaći balans između zaštite korisnika usluga s jedne strane i interesa fondova i njihovih investitora s druge strane, a sve to zbog procjene da nazočnost *hedge* fondova predstavlja dobrobit za financijsko tržište UK-a i gospodarstvo u cjelini. Stoga je industrija *hedge* fondova u UK-u najveća i najrazvijenija u Europi, a deset najvećih europskih fondova ima sjedište u Londonu.

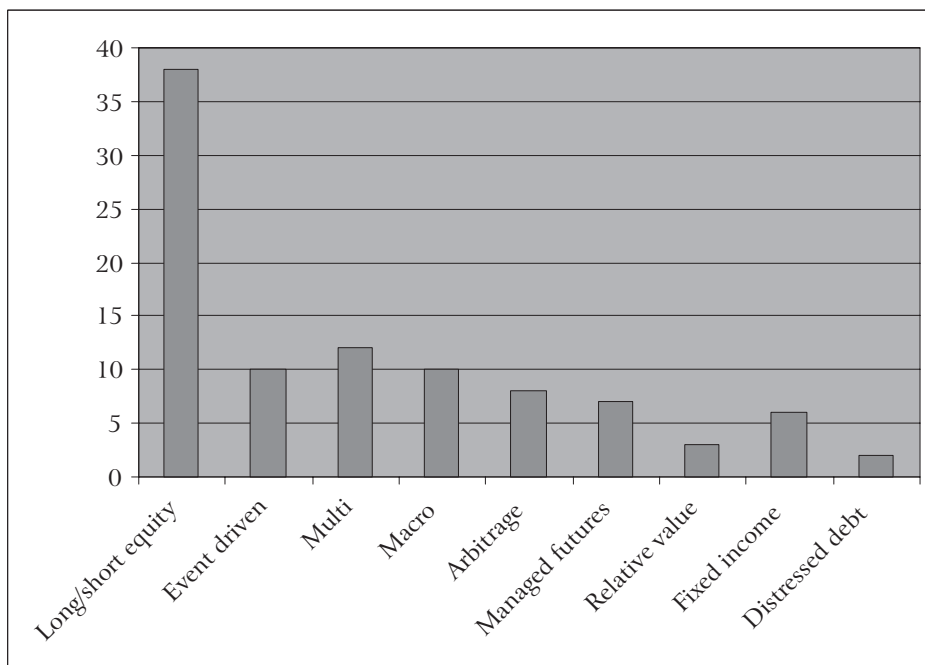
Godine 2007. u UK-u je osnovana *ad hoc* radna grupa (*Hedge Fund Working Group*) s ciljem da se *hedge* fondovi "samoreguliraju", odnosno, da se utvrde i prihvate standardi koji bi doveli do jačanja povjerenja investitora i tržišnih regulatora u *hedge* fondove. Tako bi se postigao dvostruki cilj: otklonila bi se opasnost za *hedge* fondove od pretjerane državne regulacije i smanjila opasnost za investitore i tržište kapitala od zlorabab menadžera.<sup>27</sup> Godine 2008. radna grupa imenovala je komisiju za izradu Standarda (*Hedge Fund Standards Board*), a iste godine Standardi su i doneseni. U samom početku Standarde je prihvatilo i potpisalo 14 najvećih *hedge* fondova u UK-u, a potporu im je dala i nadzorna agencija FSA. Do veljače 2010. godine Standarde je prihvatilo 57 fond menadžera iz UK-a, SAD-a, Europe i Azije. Standardi obuhvaćaju pet područja djelovanja *hedge* fondova: razina transparentnosti u odnosu na investitore i ostale sudionike tržišta, procjena vrijednosti fondova, *risk management*, upravljanje fondom i sudjelovanje investitora u nadzoru nad fondom. U skladu s netransparentnom prirodom djelovanja *hedge* fondova ni Standardi ne sadržavaju takva pravila koja bi ugrozila njihov način poslovanja, a karakteriziraju ih dva osnovna postulata – fondovi su dužni postupati u dobroj vjeri i pridržavati se utvrđenih pravila do granice kada bi bilo ugroženo njihovo poslovanje. Iako takav način reguliranja, koji *hedge* fondovima ostavlja na dispoziciju u kojoj mjeri će se pridržavati utvrđenih pravila postupanja, ne predstavlja ograničenje njihova poslovanja u usporedbi s dosadašnjim poslovanjem, pa ga čak i autori Standarda smatraju početkom, a ne završetkom reguliranja, ipak predstavlja upozorenje onim potpisnicima Standarda koji ne budu postupali u dobroj vjeri. Iako toga u praksi još nema, Standardi bi trebali biti pravno

<sup>27</sup> Horsfield-Bradbury, J., *op. cit.* u bilj. 18.

uporište investitorima u mogućem sudskom postupku za naknadu štete protiv *hedge* fonda, potpisnika Standarda, koji je oštetio investitora postupanjem koje je protivno odredbama Standarda.<sup>28</sup>

Na pet najvećih europskih tržišta *hedge* fondova u Europi (Ujedinjeno Kraljevstvo, Njemačka, Francuska, Španjolska, Italija) djeluje oko 2200 fondova s ukupnim kapitalom od oko 350 milijardi američkih dolara, a na strani investitora dominiraju institucionalni investitori.<sup>29</sup>

Slika 1. Europski *hedge* fondovi – podjela po djelatnostima (%) – 2008. godina



Slika 1. prikazuje strukturu europskih *hedge* fondova prema vrstama djelatnosti. Uvelike prevladavaju fondovi klasične strategije, *long/short equity hedge* fondovi (dugoročno/kratkoročna dionička grupa), koji čine 38 % svih europskih fondova. *Long/short equity* strategija – strategija zauzimanja istodobnih dugoročnih i kratkoročnih pozicija u cilju neutraliziranja volatilnosti dioničkog tržišta – inicijalna je strategija *hedge* fondova iz samih njihovih početaka. *Hedge*

<sup>28</sup> [www.hfsb.org/?section=10561](http://www.hfsb.org/?section=10561).

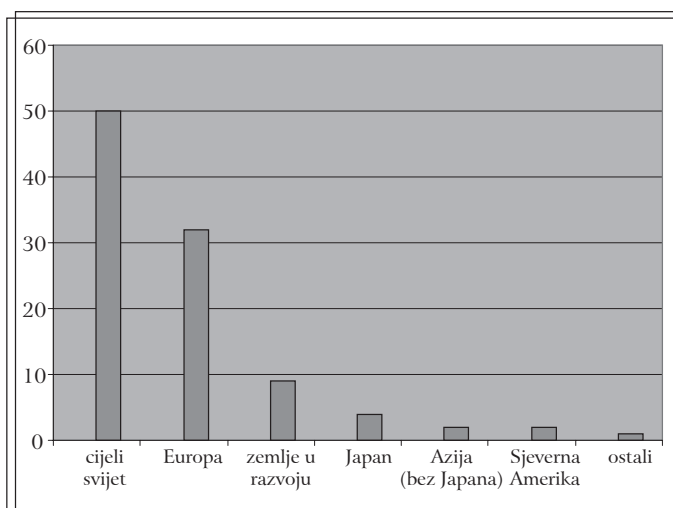
<sup>29</sup> [www.eurekahedge.com](http://www.eurekahedge.com).

fondovi postali su poznati diljem svijeta upravo po takvu načinu poslovanja. S obzirom na to da su kasnije razvijene brojne druge poslovne strategije, činjenica da u Europi prevladava ova strategija u tako velikom postotku čini europske *hedge* fondove konzervativnima u usporedbi s američkima.

Podvrste tržišno neutralne grupacije *hedge* fondova, fondovi *event driven* strategije (strategija koja računa na izvanredne događaje poput spajanja i preuzimanja kompanija) zauzimaju značajno mjesto s 11 %, dok druga podvrsta ove grupacije *distressed debt* (*distressed securities*), strategija ulaganja u podcijenjene vrijednosne papire od kojih se očekuje rast cijena u budućnosti, drži gotovo beznačajnih 2 %. Razlog skromne zastupljenosti te (inače vrlo brojne) grupe *hedge* fondova leži u tome što europska tržišta kapitala nisu dovoljno povezana i nemaju snagu i veličinu tržišta kapitala SAD-a, gdje se može špekulirati s podcijenjenim vrijednosnim papirima.

Značajan udjel fondova *multistrategije* (13 %), koja se sastoji od *ad hoc* prilagodbe fonda tržišnim uvjetima i promjeni poslovne strategije, te *makrostrategije* (11 %), koja se ravna prema makroekonomskim pokazateljima, također pokazuje određenu konzervativnost. Preostale strategije (arbitražne strategije, ulaganje u izvedenice) odnose se na kombinirane strategije čija je ideja ulaganje danas, a očekivanje promjene cijene u budućnosti, što je u osnovi temeljna strategija većine *hedge* fondova.

Slika 2. Prostor na kojem djeluju europski *hedge* fondovi



Izvor: [www.eurkahedge.com](http://www.eurkahedge.com)



Slika 2. prikazuje zemljopisnu raspoređenost europskih *hedge* fondova prema području njihove djelatnosti. U skladu s činjenicom da je većina *hedge* fondova osnovana i ima sjedište izvan Europe u zemljama s minimalnim poreznim opterećenjima te da je njihov međunarodni karakter povezan s njihovom djelatnošću, očekivano čak 50 % fondova djeluje po cijelom svijetu, a 32 % konzervativnijih samo u Europi. Ne začuđuje relativno visok postotak fondova koji djeluju na tržištima u razvoju (čemu se može pribrojiti i Azija bez Japana) jer je to prostor koji uz povećan rizik nudi i mogućnost velike zarade. Na prostoru Sjeverne Amerike europski *hedge* fondovi ne vide mogućnost djelovanja niti zarade zbog nazočnosti mnogobrojnih američkih fondova.

### 6. 3. Hrvatska

Zakon o investicijskim fondovima iz 2005. godine dao je zakonski okvir investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj, a ujedno i trasira put uvođenju *hedge* fondova, kojih za sada nema.<sup>30</sup>

Razlog donošenja novog Zakona o investicijskim fondovima jest usklađivanje s pravnom stečevinom Europske unije. U procesu prilagodbe hrvatskih propisa propisima EU-a Republika Hrvatska bila je dužna prilagoditi propise o otvorenim investicijskim fondovima europskim propisima: Direktivi 85/611/EEC (*Directive UCITS*), Direktivi 2001/107/EC i Direktivi 2001/108/EC.<sup>31</sup> Tim direktivama propisuje se mogućnost djelovanja društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima iz jedne države članice na području drugih država članica EU-a, pojednostavljuje se sadržaj prospekta radi zaštite interesa investitora, uklanjaju se barijere između država na području marketinga, uklanjaju se limiti ulaganja fondova u financijske instrumente i slično. U vezi

<sup>30</sup> Zakon o investicijskim fondovima (Narodne novine, br. 150/2005). Prethodni Zakon o investicijskim fondovima donesen je 1995. godine (Narodne novine, br. 107/1995), a izmijenjen je i dopunjen 7. prosinca 2001. godine Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o investicijskim fondovima (Narodne novine, br. 114/2001). Izmenama i dopunama 2001. godine, nakon početnih aktivnosti fondova u praksi, pokušalo se otkloniti nedostatke Zakona, pa su u tom pravcu povećane neke ovlasti nadzornog tijela, Komisije za vrijednosne papire. Ujedno su ograničene pojedine ovlasti društva za upravljanje fondom kako bi mu se ovlasti svele isključivo na osnivanje i upravljanje fondom i kako bi se spriječili mogući sukobi interesa i zloporabe od strane društva.

<sup>31</sup> Direktiva UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) određuje subjekte zajedničkog ulaganja u prenosive vrijednosne papire – investicijske fondove.

s time, prijelazne i završne odredbe Zakona o investicijskim fondovima propisuju da se odgovarajući dio odredaba Zakona primjenjuje tek od dana prijma Republike Hrvatske u punopravno članstvo EU-a.

Zakonom su predviđeni otvoreni i zatvoreni investicijski fondovi. *Otvoreni investicijski fondovi* mogu biti s javnom i privatnom ponudom, a kao jedan od oblika otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom posebno su regulirani otvoreni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Za razliku od otvorenih, *zatvoreni investicijski fondovi* mogu biti samo s javnom ponudom, a uz zatvorene investicijske fondove za ulaganje u vrijednosne papire u Zakonu su se našli i zatvoreni investicijski fondovi za ulaganje u nekretnine.

Pojam “privatna ponuda” ili “javna ponuda” u samom nazivu fonda i u njegovoj definiciji odnosi se na subjekte kojima se upućuje ponuda za stjecanje udjela ili dionica u fondu uplatom novčanih sredstava. Investicijski fondovi s javnom ponudom daju mogućnost ulaganja svima i to bez ograničenja, pri čemu zatvoreni fondovi prikupljaju novčana sredstva javnom ponudom dionica, a otvoreni javnom ponudom udjela u fondu. Nasuprot tome, investicijski fondovi s privatnom ponudom, koji se također osnivaju radi prikupljanja novčanih sredstava, investitorima nameću određena ograničenja, pa tako Zakon prepušta društvu za upravljanje mogućnost određivanja najvećeg dopuštenog broja investitora u fond, a ujedno i sam postavlja gornju granicu, tako da broj vlasnika udjela kod fondova s privatnom ponudom ne smije prijeći 200.<sup>32</sup> Osim toga, Zakon određuje i najnižu prvu uplatu u fond jednog investitora u iznosu od 750.000 kuna, a društvu za upravljanje daje ovlast da obustavi kupnje udjela u fondu.<sup>33</sup>

Financijsko tržište u Hrvatskoj počelo je ozbiljnije funkcionirati tek prije nekoliko godina, intenzivno se razvija, pa valja očekivati da će u budućnosti na njemu aktivno sudjelovati i *hedge* fondovi. Da bi to bilo moguće, moraju se izmijeniti propisi koji ga reguliraju – Zakon o investicijskim fondovima<sup>34</sup>, Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga<sup>35</sup>, Zakon o preuzimanju dioničkih društava<sup>36</sup>, Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovi-

---

<sup>32</sup> Članak 124. Zakona.

<sup>33</sup> Članak 125. Zakona.

<sup>34</sup> Narodne novine, br. 150/2005.

<sup>35</sup> Narodne novine, br. 140/2005.

<sup>36</sup> Narodne novine, br. 109/2007.

ma<sup>37</sup>, Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima<sup>38</sup>, Zakon o osiguranju<sup>39</sup> te niz pratećih podzakonskih akata.

Postojeća regulativa ne spominje *hedge* fondove (osim Pravilnika HANFA-e, *infra*), pa se tek gramatičkim tumačenjem postojećih normi može utvrditi minimalni prostor za njihovo djelovanje.

Zakon o investicijskim fondovima u članku 1. navodi da se odredbama tog Zakona propisuje osnivanje i rad fondova te uvjeti izdavanja i prodaje udjela i dionica, a fondom se u smislu tog Zakona smatra investicijski fond osnovan u skladu sa Zakonom (članak 2.). U članku 3. ovaj Zakon otvara minimalnu mogućnost i drugim subjektima, osnovanim u nekom drugom pravnom obliku (a ne samo u obliku investicijskog fonda), za sudjelovanje na financijskom tržištu prikupljanjem uloga investitora i daljnjim ulaganjem u cilju ostvarenja profita za investitore. Zakonodavac smatra fondom svaki pravni subjekt, bez obzira na to kakav ima oblik, koji prikuplja uloge s namjerom daljeg ulaganja više od 60 % primljenih uloga u portfelj vrijednosnih papira, novčanih depozita i svih drugih vrsta imovine. *Argumentum a contrario*, onaj pravni subjekt koji prikuplja uloge investitora i dalje ulaže manje od 60 % primljenih uloga ne bi imao status fonda sukladno tom Zakonu i ne bi bio pod nadzorom regulatorne agencije<sup>40</sup> kao investicijski fond. Takav bi subjekt teoretski mogao djelovati na hrvatskom financijskom tržištu bez upisa u registar fondova kod Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (dalje: HANFA) i ne bi trebao odobrenje za rad, što je obveza investicijskih fondova.<sup>41</sup> Slijedom toga, ne bi bio ni u obvezi objave prospekta o radu, kao ni davanja izvješća HANFA-i, ni objavljivanja stanja portfelja.

Prema tome, odredba članka 3. stavak 2. Zakona o investicijskim fondovima otvara (iako minimalno) prostor djelovanju *hedge* fondova na hrvatskom financijskom tržištu.

Nasuprot Zakonu o investicijskim fondovima, Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga ne ostavlja prostor *hedge* fondovima za djelovanje na hrvatskom financijskom tržištu. U članku 2. proglašava subjektima nadzora sve pravne osobe koje se bave pružanjem financijskih usluga savjetovanjem,

<sup>37</sup> Narodne novine, br. 44/1999, 63/2000, 103/2000, 177/2004.

<sup>38</sup> Narodne novine, br. 106/1999, 63/2000.

<sup>39</sup> Narodne novine, br. 151/2005, 87/2008.

<sup>40</sup> Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA).

<sup>41</sup> Prema članku 16. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga fond ne može poslovati bez odobrenja nadzornog tijela, a u protivnom čini kazneno djelo.

prodajom, posredovanjem ili upravljanjem imovinom korisnika financijskih usluga na financijskom tržištu, a nadzor provodi HANFA. Kako po svojoj definiciji *hedge* fondovi posluju na financijskom tržištu bez nadzora bilo kakvog nadzornog tijela, ovo bi značilo da im na hrvatskom financijskom tržištu za sada nema mjesta. Međutim, ta odredba kontradiktorna je odredbi iz članka 15. stavak 2. istog Zakona, gdje se određuje djelokrug i nadležnost nadzornog tijela. Člankom 15. stavak 2. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga taksativno se navode subjekti nad kojima nadzorno tijelo provodi nadzor poslovanja. Kako među njima nema naprijed navedenog subjekta iz članka 3. stavak 2. Zakona o investicijskim fondovima (koji ulaže manje od 60 % primljenih uloga), to bi značilo da HANFA nad njim nema nadzorne ovlasti, a samim time i da takav subjekt može slobodno i bez nadzora djelovati na financijskom tržištu.

Prema tome, zakonodavac u jednoj odredbi istog propisa subjektima nadzora HANFA-e proglašava sve subjekte koji se bave pružanjem financijskih usluga, dok drugom odredbom taksativno navodi subjekte nadzora, među kojima nisu svi potencijalni subjekti pružanja financijskih usluga na financijskom tržištu. Zakonska nepreciznost pogoduje *hedge* fondovima i daje im priliku da se pojave na hrvatskom financijskom tržištu.

O postupnom uključivanju *hedge* fondova u hrvatski pravni sustav govori i činjenica da ih eksplicitno spominje jedan podzakonski akt – Pravilnik o dodatnim kriterijima ulaganja i investicijskim ograničenjima mirovinskih fondova Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga od 13. prosinca 2007.<sup>42</sup> Istina, Pravilnikom se zabranjuje ulaganje imovine mirovinskih fondova u investicijske fondove koji imaju karakter *hedge* fondova, ali se ujedno prihvaća mogućnost njihova postojanja na financijskom tržištu.

Prostor za poslovanje *hedge* fondova u Republici Hrvatskoj otvara i Zakon o tržištu kapitala.<sup>43</sup> U članku 3. stavak 1. točka 7. alineja 3. Zakon definira subjekte zajedničkog ulaganja, pa tako uz one koji imaju odobrenje Agencije i one koji imaju odobrenje za rad u državi članici na temelju Direktive Vijeća 85/611/EEC, subjektima zajedničkog ulaganja smatra i druge strane subjekte za zajedničko ulaganje, različite od navedenih, a isto tako i subjekte s odobrenjem za rad u nekoj od trećih država. Nadalje, Zakon razlikuje obične klijente, kojima se daje veći stupanj zaštite, profesionalne investitore i kvalificirane nalogodavce te na taj način prihvaća da kontrolni mehanizmi financijskog tržišta, propisani zakonom, nisu sami sebi svrha, već da su implementirani radi zaštite

<sup>42</sup> Narodne novine, br. 129/2007.

<sup>43</sup> Narodne novine, br. 88/2008, 146/2008 (ispr.) i 74/2009.

njegovih sudionika od izlaganja tržišnim rizicima. Pritom se ima u vidu da postoje i profesionalni, kvalificirani sudionici, kojima takva zaštita nije potrebna i kojima se može prepustiti slobodno izlaganje rizicima, a to je upravo bit postojanja i funkcioniranja *hedge* fondova.<sup>44</sup>

Hrvatsko financijsko tržište po svojem potencijalu nije važno u međunarodnim razmjerima, što, međutim, ne znači da se na njemu neće pojaviti *hedge* fondovi. *De lege ferenda*, zbog financijske snage *hedge* fondova može se očekivati otvaranje prostora za njihovo djelovanje izmjenama u hrvatskom pozitivnom pravu.

## 7. Zaključak

Od nastanka 1949. godine, kada je Alfred Winslow Jones došao na ideju da bi se mogla ostvariti zarada na tržištu kapitala čiji je indeks u padu, *hedge* fondovi su se toliko razvili da su danas među najvećim i najvažnijim subjektima financijskih tržišta diljem svijeta i kreatori su svjetske financijske politike. Zbog svoje financijske snage izazivaju zabrinutost svjetskih političkih lidera jer pogrešno ulaganje velikog *hedge* fonda može dovesti do nestabilnosti njegovih investitora, a to su u današnje vrijeme najveće međunarodne investicijske banke, čija nestabilnost može izazvati kaos na financijskim tržištima.<sup>45</sup>

Od prvog dana u teoriji i praksi vode se rasprave o njihovoj pravnoj prirodi. Po svojim osnovnim obilježjima oni su vrsta investicijskih fondova – prikupljaju sredstva investitora kako bi ih plasirali na financijsko tržište i ostvarili profit investitorima, a svojim menadžerima velike zarade. Međutim, načinom rada, a osobito financijskim strategijama, u velikoj mjeri se razlikuju od drugih investicijskih fondova. Tržišne strategije (koje redovito uključuju zaduživanje, *short selling*, netransparentno poslovanje bez davanja financijskih izvješća regulatornim agencijama) koje sa sobom donose *hedge* fondovi često su vrlo rizične pa ih propisi financijskog tržišta ne dopuštaju investicijskim fondovima. Kako bi to izbjegli, menadžeri *hedge* fondova koriste organizacijske forme različite od običnih investicijskih fondova, koje zakon tolerira. Iz istog razloga često osnivaju fondove *off shore*. Iako postoje snažni otpori neformalnom

<sup>44</sup> Odredbe Zakona o pružanju investicijskih usluga i obavljanju investicijskih aktivnosti koje su pod nadzorom i kontrolom Agencije ne primjenjuju se na subjekte zajedničkog ulaganja (članak 9.).

<sup>45</sup> Dougherty, C., *Economic Powers to Study Growing Influence of Hedge Funds*, International Herald Tribune Business, New York, 2007., [www.ihb.com/articles](http://www.ihb.com/articles).

načinu rada *hedge* fondova na financijskim tržištima diljem svijeta, države ih toleriraju zbog njihove financijske snage. Pritom im se svuda u svijetu redovito postavljaju dva uvjeta: (1) malim investitorima zbog rizičnosti nije dopušteno ulagati u *hedge* fondove i (2) *hedge* fondovima nije dopušten marketing. Za velike i institucionalne investitore pretpostavlja se da razumiju rizik ovakve vrste ulaganja i država ih u tome svojim instrumentima ne sprječava. Inicijativa za samoreguliranje (*self-regulating*) *hedge* fondova, nastala u Ujedinjenom Kraljevstvu 2008. godine, kojoj danas pristupaju *hedge* fondovi diljem svijeta, na dobrom je putu da pomiri dvije do sada nepomirljive struje: zagovornike njihova slobodnog i zakonom nesputanog djelovanja i njihove protivnike koji tvrde da *hedge* fondovi stvaraju anarhiju na financijskim tržištima. Donošenjem i usvajanjem standarda poslovanja *hedge* fondova ipak će se u određenoj mjeri spriječiti moguće zloporabe na štetu investitora i samog tržišta, a *hedge* fondovi će zadržati slobodu.

Nasuprot stalnim prognozama o njihovoj propasti, analize pokazuju da u budućnosti treba očekivati razvoj i širenje industrije *hedge* fondova. Razvoj se očekuje u nekoliko pravaca: (1) daljnje tržišne inovacije i nove strategije, (2) nova područja djelovanja – energija, nekretnine, *private equity* fondovi i zaštita okoliša, i (3) nova tržišta u razvoju, Kina i Indija, gdje se očekuje velika ekspanzija fondovske industrije u cjelini, a time i *hedge* fondova.

## Summary

Nikola Mijatović \*  
Danko Špoljarić \*\*

**THEORETICAL DEFINITION AND LEGAL REGULATION OF  
HEDGE FUNDS**

*The global financial crisis that hit the world economy in 2008 and 2009 brought to the forefront hedge funds, thought by many to have played a significant role in producing the crisis. The basis of this erroneous assessment by the public regarding hedge funds is a result of superficial understanding of their functioning on global financial markets. For this reason, this article presents a comprehensive survey of hedge funds, starting with a definition and an overview of their origins and development in its introductory part, followed by a description of their principal features. The description of the types of hedge funds presented here, classified according to the manner of operation and the different strategies employed, serves best to illustrate the peculiarities of hedge funds in comparison with other subjects present in financial markets. As the legal regulation of hedge funds appears to be a controversial issue of debate among experts, the following part of the article presents a comparative analysis of the regulation of hedge funds in the USA, where they first emerged, and in selected EU Member States. An outline is also presented of the situation in the Republic of Croatia, where the capital market is in an early development stage, as are the pertinent regulations, and where there is little, if any, space for the operation hedge funds. De lege ferenda, as Croatian regulations are being approximated to EU acquis, it can be expected that the capital market will become more open to new possibilities, including hedge funds.*

*Key words: investment funds, hedge funds, financial market, regulatory agency*

---

\* Nikola Mijatović, Ph. D., Professor, Faculty of Law, University of Zagreb, Trg maršala Tita 14, Zagreb

\*\* Danko Špoljarić, Ph. D., Croatia osiguranje, Miramarska 22, Zagreb



## Zusammenfassung

Nikola Mijatović\*

Danko Špoljarić\*\*

THEORETISCHE DEFINITION UND RECHTLICHE REGELUNG  
DER HEDGE-FONDS

*Die globale Finanzkrise, die in den Jahren 2008 und 2009 die Weltwirtschaft erschütterte, lenkte das Hauptaugenmerk auf die Hedge-Fonds, deren Aktivitäten von vielen irrtümlicherweise eine wesentliche Rolle bei der Entstehung der Krise zugeschrieben wird. Diese falsche Einschätzung der Hedge-Fonds durch die Öffentlichkeit beruht auf der oberflächlichen Kenntnis ihrer Funktionsweise in den Weltfinanzmärkten. Deshalb enthält dieser Beitrag eine umfassende Darstellung der Hedge-Fonds, wobei im einführenden Teil Definition, Entstehung und Entwicklung bis heute im Mittelpunkt stehen, wonach eine Beschreibung der Haupteigenschaften folgt. Die Darstellung der Hedge-Fonds-Arten, gegliedert nach Arbeitsweise und Einsatz unterschiedlicher Strategien, gibt am besten wieder, wodurch sie sich von den anderen Subjekten auf den Finanzmärkten unterscheidet. Da in Fachkreisen ihre rechtliche Regelung die meisten Kontroversen hervorruft, wird eine komparative Analyse der Regulierung der Hedge-Fonds in ihrem Ursprungsland, den USA, und in den wichtigeren Mitgliedstaaten der Europäischen Union angestellt. Ebenfalls analysiert wird der Zustand in der Republik Kroatien, wo der Kapitalmarkt und die einschlägigen Vorschriften am Anfang ihrer Entwicklung stehen, während der Wirkungsbereich für Hedge-Fonds in der Republik Kroatien gering ist (wenn überhaupt existent). De lege ferenda ist im weiteren Verlauf der Anpassung der kroatischen Vorschriften an den europäischen rechtlichen Besitzstand eine Öffnung gegenüber den Neuerungen auf dem Kapitalmarkt zu erwarten, wozu auch die Hedge-Fonds zählen.*

*Schlüsselwörter: Investmentfonds, Hedge-Fonds, Finanzmarkt, Regulierungsbehörde*

---

\* Dr. Nikola Mijatović, Professor an der Juristischen Fakultät in Zagreb, Trg maršala Tita 14, Zagreb

\*\* Dr. Danko Špoljarić, Croatia osiguranje, Miramarska 22, Zagreb