



Halid Konjhodžić\*

Nikola Knego\*\*

ISSN (0469-6255)

(67-71)

## HRVATSKI INVESTICIJSKI FONDovi CROATIAN INVESTMENT FUNDS

UDK 336.7.658.141.17(949.713)

Prethodno priopćenje

Preliminary communication

*Sažetak: Vrlo brzo nakon prvih demokratskih izbora mlada hrvatska vlast pristupa tranziciji svog društveno-ekonomskog sustava. U tom kontekstu dolazi do vlasničke pretvorbe i inauguracije kapital proizvodnih odnosa. No, još uvijek je, na žalost, u funkciji ranija financijsko tržišna gospodarska infrastruktura. Kako bi se financijska struktura prilagodila novim uvjetima gospodarenja donose se i sistemski zakoni iz ove oblasti. Zakon o investicijskim fondovima, pri tom, ima, ističu autori, naročit značaj. Upravo je analiza novih investicijskih fondova predmet razmatranja ovog rada, pri čemu poseban značaj autori daju analizi otvorenih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj.*

*Ključne riječi: investicije, menadžement, otvoreni fondovi, dokument o udjelu, depozitna banka, prospekt, portfelj, dobit.*

### Summary

*Soon after the first democratic elections the new Croatian government enters the transition of its own socio-economic system. Therefore, transformation of property and capital inauguration has resulted. But unfortunately, the previous financial-market economic infrastructure has still been functioning. In order to adapt financial structure to new conditions new methodic laws have been laid down. The authors point out that the law of investment funds is particularly significant. It is the analysis of new investment funds that this paper is dealt with where special stress is laid on the analysis of open-end investments funds in the Republic of Croatia.*

*Key words: investments, management, open-end funds, share documents, deposit bank, prospect, portfolio, profit.*

### 1. Uvodne napomene Introductory notes

Investicijski fondovi se najčešće definiraju kao financijske institucije koje se, više ili manje samostalno, ali uvijek **trajno**, bave prikupljanjem novca i drugih oblika kapitala i ulaganjem istog u razne financijske i realno investicijske instrumente vodeći pri tom uvijek računa o profitabilnosti i sigurnosti plasmana.<sup>1</sup>

Smatra se da Velika Britanija, povijesno promatrano, ima najduže iskustvo u postojanju i funkcioniranju investicijskih fondova. U tom kontekstu je Foreign and Colonial Investment Trust prvi, svjetski poznat, fond zatvorenog tipa, dok je, također britanski, Unit Trust menadžerske M & G kompanije poznat kao prvi fond otvorenog tipa.

Dosta snažan razvitak kapital proizvodnih odnosa, slobodnog poduzetništva, a napose međunarodne podjele rada u dvadesetom stoljeću, pogodio je snažnom razvitku investicijskih fondova i u drugim slobodnim zemljama svijeta. U toj svezi se ovi fondovi razmjerno brzo razvijaju u Nizozemskoj, Francuskoj, Belgiji, Švedskoj, Švicarskoj, Italiji, a posebice u Sjedinjenim Američkim Državama, Japanu i Njemačkoj – vidjeti tablicu br. 1.

Oblici – vrste javljanja investicijskih fondova u svijetu su dosta brojne. No, ipak se svi oni mogu sistematizirati u dvije temeljne vrste, a to su:

- otvoreni investicijski fondovi i
- zatvoreni investicijski fondovi

\*dr. sc. Halid KOHJHODŽIĆ, prof.

Fakulteta za turizam i vanjsku trgovinu, Dubrovnik

\*\*dr. sc. Nikola KNEGO, docent

Fakultet za turizam i vanjsku trgovinu, Dubrovnik

<sup>1</sup>H.J. Johnson: Financial Institutions and Markets, McGraw-Hill, Inc. 1993., str. 444; F.K. Reilly: Investment Analysis and Portfolio Management, The Dryden Press, Chicago, 1989., str. 835; I. Ribnikar: Od denarja do medvedjega trenda, Pojmi in izrazi v ekonomiji, CISEF, Ljubljana, 1994., str. 53.

Tablica 1. Najbolji i najslabiji svjetski investicijski fondovi  
 Table 1. The best and worst profitable investment funds in the world

Fond	vrsta ulaganja	promjena vrijednosti investicijskog kupona (u %)
<b>I. Najbolji fondovi</b>		
1. Fidelity Funds Nordic	skandinavske dionice	+ 19,2%
2. RK Japan Invest	japanske dionice	+ 14,7%
3. DWS Japan Fonds	japanske dionice	+ 14,5%
4. MI-Euro-Privatfonds N	skandinavske dionice	+ 12,8%
5. Gartmore IE Japan	japanske dionice	+ 12,2%
<b>II. Najslabiji fondovi</b>		
1. K+W Universal Fonds OS	međunarodni varanti	- 43,6%
2. Mercury ST Hong Kong	dionice Hong Kong	- 41,4%
3. Mercury ST Pacific	dionice Daleki istok	- 38,5%
4. MMWI-OSWA Fonds	varanti, konvertibilne obveznice	- 38,2%
5. Fleming FF Pacific	dionice Daleki istok	- 37,5%

Izvor: Informator, Zagreb, br. 4681/99., str. 11.

Otvorene investicijske fondove (Unit Trust, Mutual Fund, Kapitalanlagegesellschaft i sl.) u pravilu osnivaju menadžerske tvrtke. Nemaju status pravne osobe, zavisna su, znači, društva. Najčešći su u poslovnom svijetu. Imaju svoju depozitnu banku – skrbnika, koja zajedno sa menadžerskom kompanijom upravlja i vodi portfelj Fonda.

Portfelj otvorenih investicijskih fondova čine veoma različiti vrijednosni papiri kupljeni temeljem zajedničkog novčanog uloga velikog broja malih pojedinačnih suinvestitora, a dijeli se na unite (udjele) čija se cijena računa tako da se neto ukupna tržišna cijena portfelja podijeli s brojem ukupno emitiranih unita. Uprava fonda može izdavati neograničen broj unita (engleska praksa) ili dionica (američka praksa), a zavisno od portfeljske politike društva. Za kupljene unite investitor dobiva certifikat, kupon, ili neki drugi sličan papir<sup>2</sup> kojim se reguliraju suvlasnički odnosi između suinvestitora.

Fondovi tipa Unit Trust su otvorene prirode, što će reći da broj unita nije stalan, nego je gotovo stalno promjenjiv, a zavisno od tog obavlja li se emisija ili pak kontrakcija unita, tj. otkup – povrat uloga po zahtjevu njihovih vlasnika.

Pravo na povrat uloženog kapitala po neto tržišnoj cijeni je temeljno obilježje otvorenih investicijskih fondova, pa su sukladno rečenom ovi fondovi pogodni za male investitore, a i za investitore koji nisu spremni prihvatiti veće rizike, kao što su primjerice mnoge štediške. U ovom kontekstu valja istaknuti da postoje tzv. "no load mutual funds" i "load mutual funds". Ovi prvi otkupljuju svoje unite, odnosno certifikate, kupone i

sl. od investitora po stvarnoj neto vrijednosti unita, dok oni drugi od tako utvrđenog iznosa oduzimaju izvjesne administrativne troškove, koji se kreću po stopi od 3,5 do 8,5% investiranog i tržišno procijenjenog uloga.

Zatvoreni investicijski fondovi (Investment Trust, Closed-end-Funds) su institucije zatvorene naravi, što znači da imaju fiksnu kapitalizaciju, te nemaju stalnu prodaju svojih dionica, a niti je moguć njihov otkup na zahtjev investitora – vlasnika dionica. Umjesto toga dionicama zatvorenih fondova trguje se na burzama vrijednosnih papira.

Investment Trust je de facto više kapital trgovačko društvo, nego investicijski fond. Osniva se sukladno korporacijskim zakonima i burzovnim pravilima. Samostalan je u svom radu i ima status pravne osobe. To je fiducijarni pravni *institut sui generis* koji na temelju vrijednosnih papira i pozajmljenog kapitala iz vlastitog portfelja izdaje svoje dionice i druge vrijednosnice. U tom kontekstu u svojstvu trgovca emitira ograničen broj dionica koje se prodaju na burzama. Svaki investitor u ovom fondu dobiva i odgovarajući broj dionica, a njihova kotacija ovisi o uspješnosti politike plasmana fonda. Nakon što je upis završio nitko ne može ući u fond osim ako ne kupi dionice istog na sekundarnim tržištima kapitala. Kao kod svakog kapital trgovačkog društva i ovdje kod Investment Trusta dioničari biraju upravu društva koja odgovara dioničarima za svoj rad. Istina, dioničari mogu sami upravljati fondom, a mogu<sup>3</sup> imenovati i profesionalne menadžere.

<sup>2</sup> A. Samodol: Investicijski fondovi, Infoinvest, Zagreb, 1995., str. 29.

<sup>3</sup> op. cit. str. 52

Tablica 2. Efekti ulaganja odabranih velikih investicijskih fondova u svijetu  
 Table 2. Investments of world famous investment funds

Fond	vrsta ulaganja	promjena vrijednosti investicijskog kupona (u %)
1. Credit Suisse N. American Fund	dionice SAD	- 17,68%
2. DIT Growth Fund	dionice Njemačka	- 8,27%
3. DWS Germany	dionice Njemačka	- 0,82%
4. Fidelity FDS America	dionice SAD	- 10,83%
5. Fidelity FDS Europe	dionice Europa	- 2,17%
6. Fidelity FDS International	dionice međunarodno	- 9,49%
7. Fleming FF American	dionice SAD	- 6,94%
8. Fleming FF International Eqty	dionice međunarodno	- 16,32%
9. M. Lynch Euro Equity Portf.	dionice Europa	- 7,42%
10. M. Lynch Global Equity Portf.	dionice međunarodno	- 5,24%
11. Pioneer Int. Growth	dionice međunarodno	- 19,94%
12. Templeton Growth Fund	dionice međunarodno	- 10,01%

Izvor: Informator, Zagreb, br. 4681/99., str. 11.

## 2. Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj *Investment funds in the Republic of Croatia*

Materijalno-pravna pitanja investicijskih fondova regulirana su u nas Zakonom o investicijskim fondovima<sup>4</sup>, Zakonom o izdavanju vrijednosnih papira<sup>5</sup>, Zakonom o privatizacijskim fondovima<sup>6</sup> - kao *lex specialis*, te Zakonom o trgovačkim društvima<sup>7</sup>. Sukladno navedenim propisima u nas se mogu osnivati tri vrste investicijskih fondova i to:

- otvoreni investicijski fondovi;
- zatvoreni investicijski fondovi; i
- privatizacijski investicijski fondovi.

Privatizacijski investicijski fondovi su fondovi **privremene naravi**. Osnivaju se na rok od 5 godina i u funkciji su dovršetka privatizacijskih procesa u hrvatskom gospodarstvu.<sup>8</sup> U roku od 5 godina se moraju ukinuti ili pak transformirati u redovite investicijske fondove otvorenog ili pak zatvorenog oblika. Zakonom je znači privatizacijskim fondovima dodijeljena vrlo važna gospodarska uloga, tj. funkcija dovršetka hrvatske privatizacije. U tom je kontekstu i sam predlagatelj, još u uvodnim odredbama Zakona, navodio da će oni u procesu kuponske privatizacije

biti od ključne važnosti. S obzirom na strukturu ovlaštenih sudionika **kuponske privatizacije**, realno se moglo očekivati da će većina njih dionice, koje bi stekli zamjenom za kupone, nastojati što prije unovčiti prodajom. S obzirom na veliku količinu dionica koje trebaju biti dodijeljene, to bi značilo pojavu goleme ponude dionica na tržištu, što bi uzrokovalo veliki pad tečaja dionica i to ne samo onih dodijeljenih u kuponskoj privatizaciji, već i onih kojima se već trguje na tržištu, a sve bi to stvorilo dosta velike teškoće u gospodarstvu. Zbog toga je i bila namjera Zakonodavca da se sve to ublaži osnivanjem hrvatskih privatizacijskih investicijskih fondova privremene naravi.<sup>9</sup>

Privatizacijski investicijski fondovi se osnivaju u formi dioničkih društava. Osnivaju ih i njima upravljaju društva za upravljanje fondovima s ciljem da prikupljaju dodijeljene privatizacijske kupone te ih potom zamjenjuju za privatizacijske dionice. Na ove fondove se primjenjuju, prije svega, propisi ZPIF-a, a u pitanjima koja nisu uređena njime na odgovarajući način primjenjivat će se propisi ZIF-a, posebice oni koji se odnose na zatvorene fondove. Može se zaključiti da su privatizacijski investicijski fondovi instituti posebne vrste – fondovi – *sui generis*, da nisu zamišljeni kao trajni već samo kao prijelazni oblici<sup>10</sup> koji se u roku od pet godina moraju uskladiti s odredbama ZIF-a i posloovati u skladu s njim.

<sup>4</sup> Narodne novine, Sl. list RH br. 107/95. i br. 12/96.

<sup>5</sup> Narodne novine, Sl. list RH br. 107/95.

<sup>6</sup> Narodne novine, Sl. list RH br. 109/97.

<sup>7</sup> Narodne novine, Sl. list RH br. 111/93.

<sup>8</sup> K. Pistar – A. Spicer: Investments Funds in Mass Privatization, Viewpoint, The World Bank Group, izvješće za travanj 1997. god.

<sup>9</sup> N. Šimunec: Privatizacijski investicijski fondovi u Hrvatskoj, RiF br. 1/99., str. 58.

<sup>10</sup> J. Slavinić: Osnivanje privatizacijskih investicijskih fondova, Slobodno poduzetništvo br. 3/98., str. 189.

### 3. Zatvoreni investicijski fondovi Closed-end-funds

Zatvoreni investicijski fondovi se u nas osnivaju u formi **dioničkih društava**. Osnivaju ih društva za upravljanje fondovima. Imaju status pravne osobe. Zatvorenim fondom upravlja skupština fonda, nadzorni odbor i uprava fonda. Skupština dioničara imenuje dvije trećine članova nadzornog odbora fonda, dok jednu trećinu imenuje društvo za upravljanje fondovima, tj. ono društvo koje je bilo osnivač fonda. No, sukladno čl. 46. ZIF-a članove prvog nadzornog odbora imenuje u potpunosti društvo za upravljanje fondovima.

Zatvoreni investicijski fondovi posluju s unaprijed određenim fiksnim brojem izdanih dionica. Na taj način stječu potrebni novčani kapital koji potom ulažu u vrijednosne papire. Kad zatvoreni fond jednom proda sve svoje dionice onda više nema prodaje vlastitih dionica, nema znači više **primarne prodaje** novim ulagačima. Ako netko želi kupiti ili prodati dionice fonda onda to može učiniti samo na sekundarnim tržištima kapitala. Pravo povrata uloga, odnosno pravo otkupa ne postoji kod zatvorenih fondova.

Najniža razina temeljnog kapitala zatvorenih fondova iznosi 4.000.000 kuna. Ona se može nakon upisa u sudski registar promijeniti bilo povećanjem temeljnog kapitala iz sredstava fonda – prigodom raspodjele dobiti ili pak dokapitalizacijom, odnosno novom emisijom, ali u potonjem slučaju uz suglasnot Hrvatske komisije za vrijednosne papire. Dionice zatvorenih fondova glase na ime i neograničeno su prenosive. Mogu se uplatiti u novčanim sredstvima, vrijednosnim papirima i drugim pravima te moraju biti u potpunosti uplaćene prije nego što se osnivanje fonda upiše u sudski registar. Dionice se upisuju na temelju javnog poziva upisa – prospekta fonda i ne smije početi prije nego se dobije suglasnost Komisije za vrijednosne papire. Tehničke poslove upisa i uplata dionica obavlja izabrana depozitarna banka, tj. banka skrbnik.

Društvo za upravljanje fondovima mora izvještavati nadzorni odbor zatvorenog fonda najmanje jedanput mjesečno o kupljenim i prodanim vrijednosnim papirima i imovinskim stvarima u ime i za račun fonda te o prihodima iz imovine fonda. Uobičajeno je da društvo za upravljanje fondovima izvještava nadzorni odbor i o stanju na tržištu vrijednosnica, a i o svim drugim činjenicama koje su relevantne za politiku fonda. Sukladno čl. 48. ZIF-a, društvo za upravljanje fondovima predlaže skupštini zatvorenog fonda podjelu dobiti fonda i nakon izrađenih financijskih izvješća i odluke što ih donose skupštine, te u skladu s njima daju nalog depozitnoj banci za isplatu dobiti dioničarima. Čista se dobit isplaćuje za proteklu poslovnu godinu, a za kraća vremenska razdoblja se mogu isplaćivati samo akontacije udjela u dobiti fonda.

### 4. Otvoreni investicijski fondovi Open-end-funds

Otvorene investicijske fondove u Republici Hrvatskoj osnivaju društva za upravljanje fondovima. Dakle, identično kao i zatvorene fondove. No, za razliku od potonjih, otvoreni investicijski fondovi su samo zasebna imovina bez pravne osobnosti. Nisu, znači, zasebni subjekti trgovačko – pravnih odnosa.

Predmet poslovanja ovih fondova je prikupljanje slobodnih novčanih sredstava, te u toj svezi javna prodaja i izdavanje **dokumenata o udjelu** (uniti, udjeli i sl.) u fondu. Prikupljena se sredstva potom ulažu u prenosive vrijednosne papire, nekretnine ili pak u depozite raznih financijskih institucija. Pri poslovanju, sukladno čl. 2. ZIF-a, su ovi fondovi dužni voditi računa o profitabilnosti, o sigurnosti, diverzifikaciji rizika, a posebice o likvidnosti plasmana.

Otvoreni fondovi, u pravilu, vode konzervativnu politiku plasmana, gdje **načela sigurnosti i likvidnosti** imaju prevagu nad načelom profitabilnosti. U tom kontekstu ulagačima nude:

- jednostavnost ulaganja;
- dosta visok stupanj sigurnosti plasmana prikupljenog novčanog kapitala;
- stalnu mogućnost unovčavanja udjela;
- relativno visoku profitabilnost; i
- dosta visoku stopu likvidnosti.

Mogućnost **unovčavanja** dokumenata o udjelu je bitno obilježje hrvatskih otvorenih fondova. Permanentne je naravi i neograničenog limita, tako da vlasnik dokumenta o udjelu može u svako doba i u potpunosti zahtijevati isplatu svog papira – dokumenta o udjelu.

Sva imovina fonda, kako ona prikupljena izdavanjem i javnom prodajom dokumenata o novčanim udjelima, tako i ona stečena tijekom investicijskog ulaganja, uključujući i prihode i prava, čini zasebnu imovinu i zajedničko su vlasništvo svih titulara dokumenata – vrijednosnih papira o udjelu u otvoreni fond. Kapitali otvorenih investicijskih fondova nisu fiksirane naravi. Dapače, oni se permanentno mijenjaju zavisno, razumije se, o uspješnosti plasiranja udjela na tržištu kapitala, odnosno o promjenljivosti i dugoročnog trenda u istupanju udjeličara iz fonda. Ulaganja se u investicijske fondove otvorenog tipa mogu smatrati i nekom vrstom bankarsko-depozitnih ulaganja, iako jednostavnost otkupa udjela osigurava investitoru dosta visoku likvidnost. Investicijski su fondovi, ističe prof. Lj. Maurović, i nastali radi odmaka od bankarskih institucija i stvaranja mogućnosti za veće dobiti iz ulaganja.<sup>11</sup> Ulaganja u otvorene fondove, za razliku od bankarskih depozita ne sadrže jamstva da

<sup>11</sup> Lj. Maurović: Investicijski fondovi – nova filozofija ulaganja u Hrvatskoj, Slobodno poduzetništvo br. 11-12/98., str. 118.

početni ulog investitora neće biti smanjen ili pak da će biti uvećan u točno normiranom postotku. To su znači ipak rizična ulaganja. Ali je stupanj rizičnosti nešto manji nego kod ulaganja u zatvorene fondove, odnosno nešto veći nego kod ulaganja u klasične bankarske depozite.

Motivi malih investitora za ulaganja u otvorene novčane fondove mogu biti veoma različiti, a obično se iskazuju u:

- ostvarenju dodatnih financijskih prihoda;
- plasmanu kapitala s razmjerno nižom oplodnjom, ali s dosta visokom razinom sigurnosti;
- privremenom ulaganju novčaničnog kapitala u otvoreni fond u isčekivanju povoljnijeg trenutka za ulaganje sredstava u neki drugi po vrsti plasmana drukčiji investicijski fond ili pak u neki drugi gospodarski pothvat; i
- diverzifikaciji cjelokupnog ulagačko investicijskog portfelja.

Otvorenim fondovima upravljaju društva koja su ih i osnovala. No, fond ima svoj prospekt. Prospekt fonda je *de facto* javna ponuda i poziv na kupnju udjela otvorenog fonda. On mora sadržavati sve informacije i relevantne podatke na osnovi kojih bi ulagači mogli stvoriti utemeljenu sliku o stvarnom stanju fonda. U svezi s tim prospekt pored uobičajenih podataka o nazivu fonda, nadnevku osnivanja, statutu fonda, društvu koje ga je osnovalo, depozitnoj banci i sl. mora, sukladno čl. 30. ZIF-a, sadržavati i podatke o:

- postupcima i uvjetima za povrat i isplatu dokumenata o udjelu i uvjetima pod kojima se može obustaviti njihov povrat i isplata;
- utvrđivanju cijena dokumenata o udjelu pri njihovom povratu;
- metodama i učestalosti izračunavanja tih cijena;
- troškovima povrata i isplati dokumenta o udjelu;
- načinu, mjestu i učestalosti objavljivanja tih cijena i troškova; i
- postupcima i mjestu isplate dokumenata o udjelu pri njihovu povratu.

## 5. Zaključak Conclusion

Na kraju naših razmatranja o hrvatskim investicijskim fondovima, u smislu opće ocjene, treba reći sljedeće:

prvo, da je mlada hrvatska vlast vrlo brzo nakon prvih demokratskih izbora pristupila tranziciji hrvatskog gospodarstva, te u svezi s tim i pretvorbi hrvatskog tržišta kapitala;

drugo, da se sukladno hrvatskim propisima mogu u nas osnivati tri vrste investicijskih fondova i to privatizacijski, zatvoreni i otvoreni investicijski fondovi;

treće, da su privatizacijski hrvatski fondovi dionička društva privremene naravi. Osnivaju se na rok ne duži od pet godina u funkciji dovršetka kuponske privatizacije hrvatskog gospodarstva;

četvrto, da zatvoreni investicijski fondovi u nas imaju status dioničkih društava, osnovanih na neodređeno vrijeme, s ciljem bavljenja i poticanja gospodarske djelatnosti. Izrazito su profitabilne naravi. Dosta su rizični i namijenjeni pretežito većim investitorima;

peto, da hrvatski otvoreni investicijski fondovi predstavljaju zasebnu imovinu bez pravne osobitosti, konzervativno portfeljne su naravi i posluju po strogo normiranim načelima, pri čemu je načelo sigurnosti, nesumnjivo, najznačajnije i namijenjeni su, prije svega, malim štedišama – investitorima; i

šesto, da je bitan uvjet – *condicio sine qua non*, po našem sudu, za afirmaciju ovog fondovskog ulaganja u nas, sprovedba i uspješno saniranje hrvatskog posrnulog bankarstva.

## Literatura

### Bibliography

- [1] Lj. Maurović: Investicijski fondovi – nova filozofija ulaganja u Hrvatskoj, Slobodno poduzetništvo br. 11-12/98.
- [2] Lj. Očić, J. Mucić: Internet i investicijski fondovi, Slobodno poduzetništvo br. 3/99.
- [3] K. Pistar. – A. Spicer: Investments Funds in Mass Privatization, Viewpoint, The World Bank Group, izvješće za travanj 1997. god.
- [4] Z. Prohaska: Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb, 1996.
- [5] A. Samodol: Investicijski fondovi, Infoinvest, Zagreb, 1995.
- [6] J. Slavinić: Osnivanje privatizacijskih investicijskih fondova, Slobodno poduzetništvo br. 3/98.
- [7] N. Šimunec: Privatizacijski investicijski fondovi u Hrvatskoj, RiF br. 1/99.

Rukopis primljen: 8.6.1999.