

POLOŽAJ (KVALIFICIRANIH) ULAGATELJA I NOVI OBLICI ULAGANJA PREMA ZAKONU O INVESTICIJSKIM FONDovima

Prof. dr. sc. Edita Čulinović-Herc *

UDK 336.714

347.457

Izvorni znanstveni rad

Koncem 2005. godine donesen je novi Zakon o investicijskim fondovima koji je trebao uskladiti domaće zakonodavstvo s europskim u domeni otvorenih investicijskih fondova, pripremiti domaću fondovsku industriju za prekogranično pružanje usluga, a pritom je između ostalog regulirao i nove oblike fondova. Razlikuju se fondovi koji se nude javnom ponudom i usmjereni su prema širokom krugu ulagatelja, od onih koji se nude privatnom ponudom. Zatvoreni fondovi koji imaju pravnu osobnost mogu se nuditi jedino javnom ponudom, a to su ujedno i jedini fondovi koji su pravno dopustiv oblik fondovskog ulaganja u nekretnine. Za razliku, otvoreni fondovi koji nemaju pravnu osobnost mogu se nuditi i privatnom i javnom ponudom, a u slučaju da se nude privatnom ponudom, ulagatelji moraju udovoljavati posebnim kriterijima. To nisu više samo institucionalni ulagatelji, već se taj pojam proširuje konceptom kvalificiranih ulagatelja, koji pojam obuhvaća i fizičke osobe. Diverzifikacija fondova i ulagatelja neminovno nameće istraživanje pravnog položaja ulagatelja u pojedinim vrstama fondova kako bi se utvrdile prednosti i nedostaci pojedinih oblika ulaganja. Pritom se u radu istražuje u kojem se opsegu ulagatelji informiraju o osobinama fonda prilikom pristupanja fondu, kao i za vrijeme članstva, a poseban se naglasak stavlja na analizu propisa o dopustivim predmetima ulaganja za pojedine vrste fondova (sastav portfelja fonda), kao i propisa o ograničenjima ulaganja. Iz tih se propisa može iščitati u kojoj mjeri društvo za upravljanje fondom mora diverzificirati portfelj u odnosu na pojedinu vrstu fonda, pri čemu se polazi od premise da fondovi koji se nude javnom ponudom moraju težiti manje rizičnim oblicima ulaganja, upravo zbog toga što je riječ o ulagateljima koji nisu, poput kvalificiranih, spremni preuzeti veći investicijski rizik. Ocjena prednosti i nedostataka pojedinih oblika ulaganja ne daje se samo

* Dr. sc. Edita Čulinović-Herc, profesorica Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Hahlić 6, Rijeka

usporedbom propisa, već se upućuje na pokazatelje tržišne zastupljenosti pojedinih oblika fondova, pri čemu se referentni podaci prate iz izvješća Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga koja je od 1. siječnja 2006. preuzela nadzor nad sektorom nebankovnih financijskih usluga, a podaci o prinosima sakupljeni su na specijaliziranim internetskim stranicama.

Ključne riječi: investicijski fondovi, kvalificirani ulagatelji, UCITS III, Zakon o investicijskim fondovima

1. UVOD

Zajedno s mirovinskim fondovima investicijski fondovi igraju važnu ulogu na europskom financijskom tržištu.¹ U razvijenim europskim zemljama malo koja financijska djelatnost doživljava takav procvat kao djelatnost investicijskih fondova. Njihov je osnovni zadatak prikupljanje novčanih sredstava kako od malih - individualnih, tako i od većih - institucionalnih ulagatelja, koji se u novije vrijeme nazivaju kvalificiranim ulagateljima. Pri tome društva za upravljanje investicijskim fondovima angažiraju profesionalni upravljački kadar koji upravlja tom imovinom radi ostvarenja što većih prinosa. Mobilizirani ušteđeni novac domaćinstava usmjerava se u imovinu fonda, a krajnji ulagatelji očekuju veći prinos od fondova, nego kad novac ulažu u banku. Europska fondovska industrija raspolaže sa 4,7 trilijuna eura imovine koju je uložilo europsko stanovništvo, a u nekim zemljama članicama oko 20% odraslog stanovništva vlasnici su udjela u nekom od investicijskih fondova.² Očekuje se da će značenje investicijskih fondova rasti s obzirom na to da je javni mirovinski sektor pod stalnim pritiskom obveze financiranja, a i mirovinsko osiguranje se preustrojilo

¹ Pregledno o svim segmentima europskog financijskog tržišta i okvirima njihova pravnog uređenja vidi u: Gerster / Klein / Schoppmann/ Wengler, *European Banking and Financial Services Law*, Kluwer Law International in association with European Association of Public Banks, 2004., 259 str. Okvirno o propisima kojima se reguliraju investicijski fondovi str. 60-64. Za mirovinske fondove vidi 217-220. Pregled svih smjernica vidi u: Hopt, K. / Wymeersch, E. *European Company and Financial law*, 3rd ed. Texts and leading cases, Oxford, posebno od str. 1111 dalje. Komparativni prikaz problematike mirovinskih fondova iz kuta zaštite korisnika vidi u: Harris, D.O. / Jones, S.P., *Pensions and the Consumer: lessons from Overseas*, u: *Consumer Protection in Financial Services*, Cartwright, P. (ed.), Kluwer Law International 1999., 163-181.

² Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010), of 3.5.2005., COM (2005) 177 final, str. 27.

u sustav uplate doprinosa. Male razlike koje se iskazuju u prinosima u konačnici poprimaju velike razmjere akumulacijom novčanih sredstava do trenutka isplate mirovine. Stoga je zahtjev za troškovno učinkovitim fondovskom industrijom ujedno i moguće rješenje za problem europskog mirovinskog deficita.³

Platforma za prekogranično djelovanje investicijskih fondova postavljena je u europskom pravu još 1985. godine kada je donesena tzv. UCITS⁴ (I) smjernica⁵. Osim što je imala zadatak pojednostavniti prekogranično investiranje individualnih ulagatelja u fondove te uvjete za razvoj sveeuropskog tržišta investicijskih fondova, njome su regulirana pitanja vezana prvenstveno za otvorene fondove (npr. osnivanje takvih fondova, politika ulaganja i ograničenja ulaganja, nadzor ovlaštenih tijela itd.). Bez obzira na ostvarene harmonizacijske napore, i dalje prekogranično investiranje u investicijske fondove trpi ograničenja. Tzv. "putovnica za proizvod" fonda (*product passport*) nije u potpunosti zaživjela pa društva za upravljanje investicijskim fondovima nisu u mogućnosti izvoziti svoju ekspertizu. Propisi o poslovanju investicijskih fondova koji nisu kadri brzo reagirati na okolnost brzog rasta fondovske industrije povećavaju troškove investiranja, a ujedno i smanjuju raspon investicijskih mogućnosti. Stoga je jedan od najvažnijih zahtjeva onaj za učinkovitim ostvarenjem tržišnih sloboda menadžera fondova. Konsolidacija tzv. UCITS zakonodavstva danas je predstavljena u obliku dviju novih smjernica koje se popularno nazivaju UCITS III. Prva se još naziva *Management Directive*⁶, a druga *Product Directive*.⁷

Ciljevi Smjernice o upravljanju su davanje društvu za upravljanje investicijskim fondovima tzv. "europske putovnice" koja omogućuje obavljanje djelatnosti društva u svim zemljama članicama EU. Smjernica se bavi i adekvatnošću kapitala društva za upravljanje investicijskim fondovima, jer svako društvo mora imati temeljni kapital od najmanje 125 tisuća eura, a kad imovina kojom upravlja društvo premaši iznos od 250 milijuna eura, društvo za upravljanje mora povećati temeljni kapital za 0,02% iznosa koji prelazi tu svotu. Druga smjernica

³ *Loc.cit.*

⁴ UCITS ili Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

⁵ Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities, OJ L 375, 31.12.1985, str.3.

⁶ Directive 2001/107/EC (Management company Directive) of 21 January 2002, OJ L 41 of 13.02.2002., str.20.

⁷ Directive 2001/108/EC (Product Directive) of 21 January 2002, OJ L 41 of 13.02.2002., str.35.

odnosi se na uvjete osnivanja i djelovanja društva za upravljanje fondovima i regulira pravila njihova pristupa tržištu. Njezin je cilj ukloniti sve barijere u prekograničnom marketingu i dopustiti ulaganje u široki spektar financijskih instrumenata. Na taj se način fondovi dalje disperziraju na novčane fondove, derivativne fondove, indeksne fondove te fondove koji ulažu u druge fondove. Smjernica određuje ograničenja ulaganja u svaki financijski instrument, vodeći računa da su to fondovi s javnom ponudom.

Europsko pravo trebalo bi omogućiti fondovskoj industriji da razvije čvrsto strukturirana, dobro upravljana kolektivna ulaganja koja donose najveće moguće dobitke. Gledano iz perspektive sveukupne tržišne učinkovitosti, potencijal sektora još uvijek nije u potpunosti iskorišten. Kao rezultat tog nedovoljno organiziranog pristupa, fondovska industrija nije u mogućnosti polučiti očekivane prinose, što smanjuje neto prihode krajnjim ulagateljima. Europska komisija je u srpnju 2005. godine donijela *Zelenu knjigu*⁸ kojom je procijenila stanje investicijskih fondova u Europi. Identificirane su dvije točke u kojima su nužne izmjene postojećeg zakonodavnog okvira.

Ponovo se kao problem identificira "putovnica društva za upravljanje fondovima"⁹. Mogućnost da menadžeri fonda (tj. društva za upravljanje fondom) osnuju fondove i upravljaju fondovima u drugim zemljama članicama vidi se kao šansa veće učinkovitosti fondova i specijalizacije njihova portfelja, menadžmenta i fondovske administracije. Međutim, zbog utvrđenih nepravilnosti i nepotpunosti smjernice, te prilike nisu realizirane (čak su i društva za upravljanje izrazila mišljenje da bi podjela supervizorskih ovlasti nad fondom i njegovim menadžmentom između dviju država članica mogla ugroziti učinkovitost kontrole rizika i zaštitu ulagatelja). Također se simultano radi na olakšavanju postupaka notifikacije koja je predviđena u slučajevima kad investicijski fond trguje svojim udjelima u drugoj državi članici.¹⁰ Drugo područje odnosi se na distribuciju, prodaju i promociju fondova.¹¹ Ulagateljima koji se susreću s

⁸ Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds; SEC(2005) 947, Brussels, 12.7.2005., COM (2005) 314 final.

⁹ Tzv. *management company passport*.

¹⁰ Mandat za izradu vodiča za provedbu nadzora u vezi s postupcima notificiranja iz sekcije VIII UCITS smjernice dobio je CESR, tj. The Committee of European Securities Regulators. Vidi *CESR's guidelines for supervision regarding the notification procedure according to Section VIII of the UCITS Directive*, Consultation Paper, CESR/05-484, October 2005, 29 str.

¹¹ Vidi *Green paper on enhancement..*, op.cit. u bilj. 8, str. 5 i dalje.

kompleksnijim financijskim proizvodima fondova trebaju jasnije biti prezentirana svojstva tih proizvoda i troškovi koji su s njima povezani. To navodi na zaključak da je potrebno jasno razgraničiti uslugu marketinga od usluge prodaje odnosno savjetovanja koje fond pruža ulagateljima.

Iako je u RH pravna infrastruktura fondovske industrije postavljena još 1995., snažniji zamah ulaganja u fondove, pogotovo ulaganja stanovništva, bilježi se tek unatrag posljednjih triju godina. Razvoj dobrovoljnih mirovinskih fondova započinje nešto kasnije jer je na hrvatskom financijskom tržištu 2003. godine djelovalo samo jedno dobrovoljno mirovinsko društvo. U novije vrijeme fondovski oblici ulaganja jače su marketinški zastupljeni pa raste i interes građana, a time i ukupna imovina uložena u fondovsku industriju. S druge strane, 2003. godine zamjetna je vrlo niska informiranost građana o investicijskim fondovima. Jedno istraživanje¹² provedeno te godine, pokazalo je da 38% građana zna vrlo malo o investicijskim fondovima, 12% nije nikad za njih čulo, a samo 13% ispitanika je bilo dobro upoznato s konceptom investicijskih fondova. Ostali ispitanici samo su čuli za fondove. To pokazuje da je u nas *equity culture* na prilično niskoj razini i da je to segment financijskog tržišta koji tek u novije vrijeme bilježi snažniji rast.

U Republici Hrvatskoj tržišna situacija upućuje na porast važnosti otvorenih investicijskih fondova. Kod zatvorenih fondova javlja se suprotan proces te dolazi do smanjenja broja fondova. Pretpostavlja se da će se oni razvijati prije svega u smjeru specijaliziranih investicijskih fondova (prema određenim granama ili sektorima, prema određenim financijskim tržištima ili prema određenim investicijskim projektima). Za sada u fondove ulaže mali broj klijenata, no do značajnije promjene doći će tek kad investicijski fondovi počnu kroz duže razdoblje ostvarivati visoke prinose. No, iako domaća industrija investicijskih fondova iskazuje daljnju ekspanziju, dolazak stranih investicijskih fondova zbit će se predvidivo prije nego domaća industrija sazrije za oštriju tržišnu konkurenciju. Inozemni takmaci imaju više iskustva u upravljanju investicijskim fondovima, što će se vidjeti u prodaji, marketingu, raznovrsnijem izboru ulaganja i sl. Komparativna prednost domaćih fondova bit će vjerojatno usmjerenost na domaće tržište i regiju jugoistočne Europe. Stoga je nedavna zakonodavna intervencija imala cilj pripremiti domaću fondovsku industriju za prekogranične uvjete nuđenja usluga na unutarnjem europskom tržištu.

¹² GfK - Centar za istraživanje tržišta, 2003.

Sustavna pravna evaluacija zakonskih okvira fondovske industrije za sada izostaje. Pravnici se nerado bave investicijskim fondovima, smatrajući ih u srži sofisticiranim financijskim proizvodom i stoga "temom za ekonomiste".¹³ Predvidivo je da će interes struke rasti ako volumen trgovanja udjelima statistički bude utjecao i na povećanje broja sporova između ulagatelja i fondova. Za sada, zbog mentaliteta hrvatskog ulagatelja koji je skloniji klasičnijim oblicima ulaganja i shvaćanju fondova samo kao proširene palete bankovnih proizvoda, sporije prodiru spoznaje o njihovoj osebnosti. To stoga što su osnivači društava za upravljanje fondovima mahom banke, a manje druge financijske institucije, pa se fondovski proizvodi nude putem šaltera u bankama. Pravne propise o fondovima potrebno je stoga evaluirati, iz kuta individualnog ulagatelja, ali je pritom potrebno izvršiti evaluaciju pravnog položaja kvalificiranih ulagatelja - nove zakonske kategorije.

Evaluacija stupnja zaštite nije jednostavna u sustavu univerzalnog bankarstva, jer banke mogu nuditi praktično sve financijske usluge, pa se često pojavljuju u nekoliko različitih, a katkad i nespojivih uloga. Tako banka može odobravati kredite, a istodobno djelovati kao pokrovitelj izdanja vrijednosnih papira tog istog trgovačkog društva. Također se u praksi može dogoditi da se kao kupac značajnog dijela npr. dionica ili obveznica emitiranih javnom ponudom pojave investicijski ili mirovinski fondovi kojima upravlja društvo za upravljanje također u vlasništvu te iste banke. Općenito govoreći, spajanje bankarstva i tržišta vrijednosnih papira neminovno dovodi u pitanje usklađivanje propisa kojima se mora zaštititi korisnike univerzalnih usluga. To podrazumijeva i po-

¹³ Od ekonomske literature uz prvi ZIF, vidi Samodol, A., *Investicijski fondovi*, Infoinvest, Zagreb, 1995.; isti autor: *Financijska tehnologija i investicijski fondovi*, Zagreb, 1999. Od pravne literature uz prvi ZIF vidi Cvrčić, R., *Investicijski fondovi kao oblik organiziranog ulaganja kapitala*, Pravo u gospodarstvu, br. 5/6, 1996.; i Giunio, M., *Marginalije uz zakone o investicijskim fondovima i vrijednosnim papirima*, Hrvatska gospodarska revija, Zagreb, br. 2/96. Od novije ekonomske literature vidi Mrduljaš, L., *Otvoreni investicijski fondovi na hrvatskom tržištu kapitala*, Računovodstvo i financije, br. 5/2003.; Prohaska, Z., *Investicijski fondovi u svijetu i u zemljama u tranziciji*, Informator, Zagreb, 1999.; Ružić, T., *Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj kao područje izvan kontrole Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja*, Hrvatska pravna revija, 1 (2001.), 2; Sladonja, I., *Razvoj investicijskih fondova u Hrvatskoj*, Osiguranje, Zagreb, 44(2003.),12; Sekulić Grgić, D., *Oporezivanje investicijskih fondova*, Suvremeno poduzetništvo, Zagreb, 9 (2002.), 9. Od novije pravne literature vidi: Maurović, Lj., *Investicijski fondovi - nova filozofija ulaganja u Hrvatskoj*, Slobodno poduzetništvo, br. 11/12, 1998.; Maurović, Lj., *Usklađivanje pravila ulaganja otvorenih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj s pravom Europske unije*, Hrvatska pravna revija, Zagreb, 2(2002.), 5.

većanu odgovornost institucija zaduženih za nadzor. Naime, razlika između banaka, društava za osiguranje i drugih institucija tržišta kapitala postaje sve nejasnija posebice nakon spajanja i preuzimanja banaka čime se kreiraju multinamjenski financijski konglomerati.¹⁴

Usporedo s diverzifikacijom vrsta fondova, može se pratiti i diverzifikacija ulagatelja. Nekada uvriježena podjela na institucionalne i individualne investitore (ulagatelje) sve se više napušta te se uvodi pojam kvalificiranih ulagatelja koji su sposobni preuzeti veći ulagateljski rizik. Prema tim ulagateljima ne primjenjuju se iste mjere minimalizacije rizika. Zadatak je ovog rada upravo odrediti na koji se način prema novom ZIF-u definira pojam kvalificiranog ulagatelja te kakav je njihov položaj u pojedinim vrstama fondova. Kako su prema novom ZIF-u uvedene posebne vrste fondova s obzirom na udio kvalificiranih ulagatelja, u radu se upućuje i na te novine, ali se pritom uzima u obzir da je od 1. siječnja 2006. nadzor nad sektorom nebankovnih financijskih usluga konsolidiran pri novoj supervizorskoj instituciji - Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, koja je pravna sljednica Komisije za vrijednosne papire, HAGENE i Direkcije za nadzor osiguravajućih društava. Osim što se daje kratak prikaz razvoja fondova na domaćem tržištu, razmatra se i pitanje njihove dostupnosti pojedinim ulagateljima, tj. fizičkim osobama, te pitanje transparentnosti informacija koje ulagatelji dobivaju prije pristupanja fondu kao i za vrijeme njihova članstva. Radi procjene sigurnosti i rizičnosti pojedinog oblika ulaganja daje se i pregled zakonskih ograničenja ulaganja fondova u određene kategorije imovine.

2. PRAVNI IZVORI I KRATAK PRESJEK PROMJENA

Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj prvi put su uređeni 1995. godine Zakonom o investicijskim fondovima, a izmjene i dopune tog zakona uslijedile su 1996. te 2001. godine. Zakonodavstvo je nedavno temeljito novelirano kad je krajem 2005. godine donesen Zakon o investicijskim fondovima koji se primjenjuje od 1. siječnja 2006. U obrazloženju prijedloga zakona navodilo se nekoliko razloga za zakonodavnu intervenciju. Između ostalog, smatralo se potrebnim uvesti poseban tretman za kvalificirane ulagatelje koji su kadri

¹⁴ Također postoji i jaka tendencija koncentracija u bankovnom sektoru. Vidi Petrović, S. / Ružić, T., Koncentracija banaka, Hrvatska pravna revija, 9 (2001.) str. 60-71.

preuzeti veći ulagački rizik. Uvođenje termina kvalificiranog ulagatelja označuje ujedno i reviziju stare podjele na institucionalne i individualne ulagatelje, jer se kao kvalificirani ulagatelji sada mogu pojaviti i fizičke osobe, što je kod institucionalnih *per se* isključeno. Primjerice, prema Smjernici o prospektu,¹⁵ kako se ponude upućene kvalificiranim ulagateljima u cijelosti izuzimaju iz polja primjene Smjernice, ona definira kvalificirane ulagatelje kao pravne osobe koje su ovlaštene djelovati na financijskom tržištu, uključujući: banke, investicijska društva, osigurateljna društva, investicijske fondove i društva koja njima upravljaju, mirovinske fondove i društva koja njima upravljaju, kao i druge osobe koje nisu ovlaštene djelovati na financijskom tržištu, ali kojih je osnivački cilj isključivo da investiraju u vrijednosne papire. Nacionalne i regionalne vlade, središnje banke, međunarodne i nadržavne institucije (kao *World bank* i dr.) također ulaze u tu kategoriju. Druge pravne osobe, koje se ne smatraju malim ili srednje velikim poduzećem (*small and medium sized companies, SME*),¹⁶ također se smatraju kvalificiranim ulagateljima. Novo je što i fizičke osobe koje izričito zahtijevaju da ih se smatra kvalificiranim ulagateljima mogu to biti ako zadovoljavaju najmanje dva (od tri) kriterija.¹⁷

S obzirom na to da je jedno od temeljnih načela UCITS-ova zakonodavstva da fondovi trebaju ulagati u likvidne vrijednosne papire (koji kotiraju na burzi ili drugom organiziranom tržištu države članice i nečlanice), nužno je bilo revidirati mogućnosti ulaganja fonda u neuvrštene vrijednosne papire, pa se ona različito dimenzionira ovisno o vrsti fonda o kojem je riječ. Primjerice, ako zatvoreni fond s javnom ponudom ima 40% neto vrijednosti imovine uložene u neuvrštene vrijednosne papire, tvrtka fonda treba uključivati riječi "zatvoreni investicijski

¹⁵ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.

¹⁶ Tim pojmom označuju se društva koja prema svojem posljednjem završnom računu ispunjavaju najmanje dva od tri kriterija: prosječan broj zaposlenika tijekom posljednje financijske godine manji od 250, ukupna bilanca ne prelazi iznos od 43.000.000 eura i godišnja neto dobit ne prelazi 50.000.000 eura, Vidi čl. 2. st. 1.f) te smjernice.

¹⁷ Zahtijeva se da je ulagatelj fizička osoba obavljao transakcije u značajnom opsegu na tržištu vrijednosnih papira s prosječnom učestalošću od 10 više po kvartalu u odnosu prema prethodna četiri kvartala; veličina ulagateljeva portfelja prelazi 0,5 milijuna eura; ulagatelj radi ili je radio u financijskom sektoru najmanje 1 godinu na stručnom položaju koji zahtijeva znanje o ulaganju u vrijednosne papire, vidi čl. 1. st. 2. Smjernice o prospektu.

fond s javnom ponudom za ulaganje u neuvrštene vrijednosne papire”. Ipak ulaganje u neuvrštene vrijednosne papire kao takvo nije eliminirano.

Kao rezultat tih zahtjeva novi zakon donosi značajne izmjene. Zatvoreni fondovi nisu predmet europskog harmoniziranog prava, ali se u novom zakonu definiraju isključivo kao zatvoreni fondovi s javnom ponudom a njihov najniži iznos temeljnog kapitala mora biti 5 milijuna kuna. Dionice tog fonda trebaju biti uvrštene na burzu ili uređeno javno tržište, u protivnom to treba biti jasno naznačeno u tvrtci. Utvrđena su ograničenja ulaganja zatvorenog fonda i to je jedina vrsta investicijskih fondova s javnom ponudom koji mogu biti posebno osnovani za direktno ulaganje u nekretnine. Otvoreni fondovi usklađuju se s europskim pravom.

Također se pojavljuju nove vrste fondova dosad nepoznate na hrvatskom tržištu kapitala. Otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom - jest zasebna imovina bez pravne osobnosti koju osniva društvo za upravljanje fondovima s ciljem prikupljanja novčanih sredstava, i to od onih ulagatelja (tzv. kvalificirani ulagatelji) kojih neto vrijednost imovine prelazi 1,5 milijuna kuna i ulog kojih u fond ne može jednokratno biti niži od 750 tisuća kuna. Imovina fonda ne smije biti manja od 5 milijuna kuna. Osnivanjem takvih fondova omogućuje se, dakle, svim investitorima koji raspolažu većim novčanim sredstvima i koji su spremni prihvatiti veći rizik posebno skrojenih fondova za ulaganje sredstava na tržištu kapitala. Otvoreni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom (*Venture Capital Funds* ili *Private Equity Funds*) - precizno su strukturirani i dopušteni oblik preuzimanja većeg investicijskog rizika od onoga koji je dopušten tradicionalnim financijskim posrednicima kao što su banke, osiguravajuća društva, investicijski i mirovinski fondovi kad nastupaju pojedinačno. Upravo zato u takve fondove ulažu isključivo kvalificirani ulagatelji. U Zakonu su ti fondovi definirani kao otvoreni investicijski fondovi s posebnom ulogom povjereničkog odbora, a društvo koje upravlja tim fondovima osniva se kao usko specijalizirano društvo koje upravlja samo fondovima rizičnog kapitala. Također, u novom Zakonu postavljeni su mnogo viši standardi izvještavanja ulagatelja i kontrole procesa u društvima za upravljanje. Prvi put su postavljena pravila prodaje i promidžbe fondova, čime se unapređuje transparentnost poslovanja.

Do donošenja Zakona o osnivanju Agencije za nadzor financijskih usluga, nadzorne ovlasti na tržištu kapitala bile su razdijeljene. Investicijski fondovi odnosno društva za upravljanje investicijskim fondovima bili su pod nadzorom Komisije za vrijednosne papire. Kako se navodi u obrazloženju Zakon o Hrvat-

skoj agenciji za nadzor financijskih usluga (HANFA, u daljnjem tekstu: ZA),¹⁸ zajednički problem bankovnog i nebankovnog financijskog sektora je model upravljanja rizicima odnosno nadzor poslovanja financijskih institucija. Stoga je između različitih modela u Hrvatskoj izabran konsolidirani nadzor putem jedne institucije koja regulira i nadzire sve institucije financijskog tržišta. U tom smislu potpuno objedinjeni nadzor već se provodi u nekim zemljama¹⁹, dok u drugim zemljama postoji djelomično objedinjen nadzor s dva nadzorna tijela: posebno tijelo za nadzor banaka, a posebno za nadzor osiguranja i tržišta vrijednosnih papira.²⁰

Kako je Agencija započela s radom tek 1. siječnja 2006., u subjekte koje sada nadzire ubrajaju se financijske institucije koje je neposredno kontrolirala dosadašnja Komisija za vrijednosne papire kao što su: investicijski fondovi, izdavatelji vrijednosnih papira povodom odobravanja emisija, nadzor trgovanja tim vrijednosnim papirima koji se odvija na burzama.²¹ Nadzorom su obuhvaćeni obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, društava za posredovanje u osiguranju te leasing i faktoring društva. Sektor banaka i dalje nadzire Hrvatska narodna banka. Međutim, odredbe ZA utvrđuju

¹⁸ Izglasao 17. studenog 2005., stupio na snagu 1. siječnja 2006., NN, br.140/2005.

¹⁹ Primjerice: Danska, Mađarska, Malta, Irska, Island, Japan, Norveška, Švedska, Velika Britanija, Austrija, Njemačka, Luksemburg, Estonija, Litva, Češka, Slovačka i Bugarska. Pregledno o trendu objedinjavanja financijske supervizije s komparativnim prikazom zemalja EU vidi u: Maletić, Č., *Zaštita potrošača kao cilj bankovne supervizije*, u: Tomljenović, V. / Čulinović-Herc, E., *Zaštita potrošača i ulagatelja u europskom i hrvatskom pravu - izazovi međunarodnog tržišta robe i kapitala*, Pravni fakultet u Rijeci, Rijeka, 2005., str. 257-278. O motivima integracije vidi pregledno u: Briault, C., *The Rationale for a Single National Regulator*, Occasional Paper, May 1999, www.fsa.uk. Vidi još Courtis, N. (ed.), *Central Banking Publications, How Countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Market 2002*, London, 2002., str. 21 i dalje. Za širi pregled problematike vidi Abrams / Taylor, *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF Working Paper WP/00/213, Monetary and Exchange Affairs Department, 2000., Baldwin, B. / Kourelis, A., *Consolidated Supervision: Managing the Risks in a Diversified Financial Services Industry*, International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Department, 2002. Barth, J. / Caprio, G. / Levine, R., *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?* World Bank Policy Research Working Paper 2725, 2001., Barth, J. / Dopico, L. / Nolle, D., *An International Comparison and Assessment of the Structure of Bank Supervision*, Mimeo, Auburn University, 2002.

²⁰ Belgija, Australija, Kanada, Finska, Luksemburg i Švicarska.

²¹ U 2004. godini Zagrebačka burza imala je kapitalizaciju dionica 63 milijarde kuna, a Varaždinska burza 32 milijarde kuna.

obvezu suradnje između Agencije i Hrvatske narodne banke, a njezin će Sektor bonitetne regulative i nadzora banaka biti pripojen Agenciji u srednjoročnom razdoblju. Na taj će način Hrvatska narodna banka i Agencija koje odgovaraju Hrvatskom saboru preuzeti regulatornu i nadzornu funkciju cijelog financijskog sustava u Republici Hrvatskoj.²²

U sklopu svojih nadzornih ovlasti HANFA obavlja nadzor poslovanja društava za upravljanje investicijskim, mirovinskim fondovima, kao i nad samim investicijskim i mirovinskim fondovima, nalaže mjere za otklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti, daje i oduzima odobrenje za obavljanje poslova osnivanja i upravljanja investicijskim fondovima, autorizaciju za osnivanje te odobrenje za rad mirovinskim društvima prema zakonima kojima se uređuje njihovo poslovanje. Nadzorne funkcije usmjerene su ponajprije na nadzor financijskog poslovanja društava i fondova, pri čemu se najvažnijima pokazuju aktivnosti u svezi s pridržavanjem investicijskih ograničenja.

3. SITUACIJA NA HRVATSKOM TRŽIŠTU INVESTICIJSKIH FONDOVA

Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj dobilo je odobrenje za rad 1997. godine, a dvije godine poslije počinje stvarni razvoj fondovske industrije osnivanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova. Nagli rast započinje unatrag tri godine. Primjerice, na dan 31. prosinca 2003. neto imovina otvorenih investicijskih fondova iznosila je 2,9 milijardi kuna, a na kraju 2004. godine bila je veća za 53%. Imovina zatvorenih fondova u Republici Hrvatskoj na isti je dan iznosila 1,1 milijardu kuna.²³ Da investicijski fondovi postaju sve značajniji sudionici tržišta kapitala i u Hrvatskoj, vidi se iz porasta interesa stanovništva za tim oblikom ulaganja. I premda pravne osobe još uvijek dominiraju, udio ulaganja stanovništva stabilno raste. Osim imovine fondova povećava se i broj fondova, pri čemu se oni diverzificiraju po različitim kriterijima.

Prema izvješću Komisije za vrijednosne papire za 2004. godinu, zaključno sa 31. prosinca 2004. u Republici Hrvatskoj registriran je 41 otvoreni i 5 zatvorenih investicijskih fondova. Ukupna imovina kojom su krajem izvještajnog

²² Vidi obrazloženje Konačnog prijedloga zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, www.sabor.hr.

²³ Izvješće Komisije za vrijednosne papire za 2004. godinu, www.crosec.hr ili www.hanfa.hr.

razdoblja upravljali investicijski fondovi iznosila je 5,7 milijardi kuna. Imovina otvorenih fondova na kraju 2004. iznosila je 4,5 milijardi kuna, a imovina zatvorenih 1,1 milijardu kuna. Tijekom 2004. godine Komisija je odobrila poslovanje dvaju novih društava za upravljanje fondovima, pa je na dan 31. prosinca 2004. poslovalo sedamnaest društava za upravljanje investicijskim fondovima. Porastu opće investicijske kulture pridonose i različite specijalizirane internetske stranice²⁴ na kojima se mogu dobiti osnovne obavijesti o određenim oblicima ulaganja te usporediti prinosi različitih fondova, s obzirom na to da se na ovom dijelu tržišta pojavljuju novi fondovi.

Danas je situacija na tržištu već znatno drugačija. Postojeća društva upravljaju sa 56 otvorenih investicijskih fondova²⁵ te sa 6 zatvorenih. Od ukupno 56 otvorenih fondova, najveći iznos neto imovine imaju ZBplus (1.44 milijarde kuna) i Raiffeisen balanced (1.36 milijardi kuna).²⁶ U pogledu prinosa, najveći prinos u 2005. godini ostvario je ICF balanced (+33,05%), dok su najveće prinose u prvih šest mjeseci 2006. godine ostvarili AUREUS Equity dionički fond (+25,74%), ICF Balanced mješoviti (+22,26%). Za obvezničke fondove najveći je prinos ostvario HI-conservative (+3,73%) i a za novčane HPB Novčani +2,74%.²⁷

Promicanje ovog oblika ulaganja potiče i godišnja nagrada *Zlatni udjel*. Nagrada za 2005. godinu pripala je društvu Raiffeisen Invest koje upravlja s nekoliko fondova. Fondovi tog društva dobili su 8 od ukupno 9 zlatnih udjela ponajviše zbog velikih prinosa.²⁸

4. O POJMOVNOM RAZGRANIČENJU INVESTICIJSKIH FONDOVA I NJIHOVIH ULAGATELJA

Prema čl. 3. st. 2. ZIF-a, investicijski fond postoji kao pravna osoba ili kao imovina “u kojoj se sudjelovanje - bilo putem dionica, udjela ili kakvog prava

²⁴ Posebice www.hrportfolio.hr.

²⁵ Nadan 31.12.2005. šest zatvorenih fondova raspolagalo je neto imovinom 1.537.355.798,00 kn, a na dan 28. 4.2006. 56 otvorenih fondova raspolagalo je neto imovinom u iznosu 11.656.364.952,00 kn. Vidi izvješće Hanfe za 2006. godinu za 4. mjesec. www.hanfa.hr, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

²⁶ Izvješće HANFE za lipanj 2006. www.hanfa.hr, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

²⁷ Podaci prema www.hrportfolio.com, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

²⁸ Podaci prema www.liderpress.hr, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

- nudi s ciljem prikupljanja uloga u gotovom novcu te s izričitom namjerom ulaganja više od 60% tih uloga u portfelj vrijednosnih papira, novčanih depozita i svih drugih vrsta imovine, pri čemu ulagatelji nemaju svakodnevni nadzor nad donošenjem odluka o ulaganjima, a osnovni je cilj osigurati ulagateljima povrat na njihova ulaganja, i to bilo u dobiti ili kakvoj drugoj koristi”.

Investicijski fondovi takav su oblik ulaganja kod kojeg je zbog postojanja svakodobne mogućnosti isplate udjela u fondu (kod otvorenih investicijskih fondova) i periodične isplate udjela u dobiti ulagateljima izraženiji zahtjev za likvidnim oblicima ulaganja, a s druge strane investicijski fondovi su takav oblik ulaganja koji omogućuje preuzimanje većeg ulagateljskog rizika. Pravo na udio u dobiti ne regulira se zakonom, već prospektom odnosno statutom fonda. Kod otvorenih fondova pravo na isplatu kumulira se i s pravom na svakodobnu isplatu udjela u fondu (čl.87. ZIF), a kod zatvorenih ne.

Investicijski fondovi mogu biti i pravne osobe, ali i imovina bez pravne osobnosti. Otvoreni fondovi nemaju svojstvo pravne osobe, njihova glavnica stalno raste i postoji njihova obveza otkupa udjela od vlasnika udjela. Zatvoreni fondovi imaju pravnu osobnost a njihova je glavnica iskazana u temeljnom kapitalu društva koji je unaprijed određen i podijeljen na dionice.

Fondovi se osim po kriteriju pravne osobnosti mogu razlikovati prema načinu prikupljanja kapitala. Udjeli, odnosno dionici fondova mogu se nuditi javnom ili privatnom ponudom. Prema čl. 2. ZIF, izraz otvoreni investicijski fond označuje tri vrste (otvorenih) fondova: otvoreni investicijski fond s javnom ponudom, otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom i otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom. To znači da otvoreni fondovi mogu biti i fondovi s javnom i fondovi s privatnom ponudom. S druge strane, zatvoreni investicijski fond može biti samo fond s *javnom ponudom*. To znači da kod zatvorenih fondova nema privatne ponude.

Da bi se razgraničili fondovi po načinu prikupljanja kapitala, potrebno je krenuti od definicije javne ponude. Iako sam naziv implicira prikupljanje kapitala od široke ulagateljske publike, zakonska definicija u čl.11. ZIF javnom ponudom smatra bezuvjetni poziv za kupnju udjela ili dionica u fondu upućen *neodređenom broju osoba*, na zakonom uređeni način. Zakon presumira postojanje javne ponude. Međutim, ako je ponuda usmjerena isključivo prema ograničenoj skupini koja odgovara određenju pojma kvalificiranih ulagatelja sukladno zakonu, odnosno ako se zahtjevi za upis mogu prihvatiti samo od osoba koje odgovaraju određenju pojma kvalificiranih ulagatelja, tada nije riječ o javnoj ponudi. Iako upućivanje javne ponude “na zakonom uređeni način” implicira

da se ponuda distribuira sredstvima javnog priopćivanja, to izgleda nije sastavni dio definicije, već proizlazi da je dioba između privatne i javne ponude određena primarno krugom subjekata kojima je upućena, što je redakcijska nedosljednost koju bi valjalo ispraviti.

Usporedbe radi, Zakon o tržištu vrijednosnih papira (ZTVP), koji je *lex generalis* za sve oblike plasmana vrijednosnih papira, u čl. 2. t. 7. javnu ponudu vrijednosnih papira definira kao “poziv na upis vrijednosnih papira upućen neodređenom broju osoba putem sredstava javnog priopćivanja”.²⁹ Iz takvog uređenja pojma javne ponude za investicijske fondove proizlazi da je javnu ponudu moguće plasirati i “privatno”.

Zakon uređuje pojam *kvalificiranog ulagatelja*. Taj pojam nije identičan pojmu institucionalnih ulagatelja. Oni su zakonom definirani kao ulagatelji koji na temelju važećeg odobrenja posluju kao investicijski ili mirovinski fond, kao društvo za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondom, kao banka, kao osiguravajuće društvo ili kao brokersko društvo te sva druga trgovačka društva ili fizičke osobe. Obuhvaćanje fizičkih osoba pojmom kvalificiranih ulagatelja svakako je značajnu izmjenu prema prijašnjem zakonodavstvu. Međutim za sve te subjekte vrijedi dodatan uvjet da neto vrijednost imovine tih društava i fizičkih osoba mora prelaziti 1.500.000,00 kuna a da pritom te osobe za potrebe ulaganja u određeni investicijski fond raspolažu gotovim novcem u iznosu najmanje 750.000,00 kuna. Ako je riječ o kvalificiranim ulagateljima u fondove rizičnog kapitala, primjenjuju se još viši pragovi: imovina tih istih subjekata treba imati neto vrijednost 20.000.000,00 kuna, a gotov novac za ulaganje u fond treba iznositi najmanje 10.000.000,00 kuna.

S obzirom na to da se u tim pitanjima naše pravo usklađuje s europskim pravom, definicija kvalificiranih ulagatelja - fizičkih osoba zahtijeva osim vrijednosti portfelja i ispunjenje dodatnih uvjeta. Zahtijeva se da je ulagatelj fizička osoba obavljao transakcije u značajnom opsegu na tržištu vrijednosnih papira s prosječnom učestalošću od 10 više po kvartalu u odnosu na prethodna četiri kvartala; veličina ulagateljeva portfelja prelazi 0,5 milijuna eura; ulagatelj radi

²⁹ Prema čl. 2. t. 7. ZTVP, “javna ponuda vrijednosnih papira» poziv je na upis vrijednosnih papira upućen neodređenom broju osoba putem sredstava javnog priopćivanja. Detaljnu analizu pojma javne i privatne ponude u kontekstu primjene ZTVP-a te također izdanja koja se izuzimaju vidi u: Čulinović-Herc, E., *Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira - Zakon o tržištu vrijednosnih papira i pravci razvoja u europskom pravu*, Zbornik PFR, vol. 24, br. 1 (2003.) str. 113-144.

ili je radio u financijskom sektoru najmanje jednu godinu na stručnom položaju koji zahtijeva znanje o ulaganju u vrijednosne papire.

Prema tome naše pravo od tri uvjeta *stricto sensu* ne ispunjava ni jedan. S obzirom na to da ulagatelj mora imati portfelj 500.000,00 eura, veličina njegova portfelja u kunama trebala bi približno iznositi 3.600.000,00 kn. Čak i ako se zbroje financijski pokazatelji imovine i gotovog novca spremnog za ulaganje, iznos nije ni približan onome iz čl. 1. st. 2. Smjernice o prospektu. Osim toga, europsko pravo zahtijeva kao dodatne kriterije učestalost obavljanja transakcija i profesionalnu osposobljenost osobe, što naše pravo uopće ne zahtijeva.

S druge strane privatna se ponuda definira kao bezuvjetni poziv za kupnju udjela ili dionica u fondu upućen određenom broju osoba, na zakonom uređen način. Pojam javne i privatne ponude, kvalificiranih ulagatelja te najnižeg dopuštenog iznosa upisa kod fonda s javnom ponudom uredit će pobliže Agencija za nadzor financijskih usluga (čl. 11. st. 6. ZIF).³⁰ Međutim, valja istaknuti da je prospekt investicijskog fonda po broju podataka u mnogome opširniji od "običnog (punog) prospekta" reguliranog ZTVP-om, što je posljedica usklađivanja našeg prava s europskim.³¹

Kod zatvorenih fondova, koji su po svojoj pravnoj naravi dionička društva, razlikuju se zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u neuvrštene vrijednosne papire i zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine (čl. 12. ZIF). Kod njih nema privatne ponude. Diverzifikacija fondova po podvrstama također je u nadležnosti Agencije za nadzor financijskih usluga (čl. 14. ZIF). Inače po zakonskoj definiciji, sadržanoj u čl. 60. ZIF zatvoreni fond jest dioničko društvo što ga, uz odobrenje Agencije,

³⁰ Autorica smatra da je dosljedno razgraničenje pojmova javne i privatne ponude jedno od pitanja koje ne treba rješavati podzakonskim aktom. Smjernica o prospektu iz 2003. u slobodnom prijevodu definira u čl. 2 (d) javnu ponudu kao "ponudu, poziv ili promotivnu poruku, u bilo kojoj formi, koja je upućena javnosti, cilj koje je prodaja ili upis vrijednosnih papira, uključujući ponudu vrijednosnih papira putem financijskih posrednika." Da je pitanje razgraničenja javne od privatne ponude jedno od najvažnijih pitanja pri plasiranju vrijednosnih papira na tržište kapitala vidi se i iz kratke povijesti europskog zakonodavstva. Neusklađenost pojmova na nacionalnoj razini bila je blokada za izdavatelje koji su kapital namjeravali prikupiti unutar zajedničkog tržišta kapitala. O terminološkim razgraničenjima između javne i privatne ponude, kao i pojmu polujavnog plasiranja vrijednosnih papira (*halböffentlichen Platzierung*), s aspekta njemačkog i švicarskog prava, vidi u: Hopt, K.J., *Emissionsgeschäft und Emissionkonsortien*, u: Festschrift für Alfred Kellermann, Walter de Gruyter Berlin, 1991., str.186 i dalje.

³¹ Usporedi čl. 21. ZTVP i relevantne odredbe ZIF-a (čl. 104., 141. ZIF).

osniva i njime upravlja društvo za upravljanje fondovima kojemu je predmet poslovanja prikupljanje novčanih sredstava javnom ponudom svojih neograničeno prenosivih dionica i ulaganje tih sredstava uz uvažavanje razdiobe rizika. Kako zatvoreni fond ima i svoj temeljni kapital, člankom 62. ZIF propisan je i najniži temeljni kapital koji iznosi kod zatvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom 5.000.000,00 kuna. Dopušteno je samo simultano osnivanje zatvorenog fonda jer njegove dionice moraju biti u cijelosti uplaćene prije nego što se osnivani fond upiše u sudski registar. Dionice zatvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom prema čl. 64. st. 3. ZIF mogu biti samo redovne dionice, a moraju biti uvrštene na burzu ili uređeno javno tržište. I naravno, zatvoreni fond ne može otkupiti dionice od svojih ulagača.

5. O PROSPEKTU KAO IZVORU INFORMACIJA ZA ULAGATELJE

Ulagatelji se o svojim pravima informiraju iz prospekta. Bitan sadržaj prospekta fondova s javnom ponudom uređen je u čl. 104. st. 2. ZIF. Informacije sadržane u prospektu razvrstane su u 31 skupinu. Među tim skupinama za dioničare su najznačajniji podaci sadržani u t. 6. čl. 104. st. 2. ZIF koja govori o pravima iz dionica ili udjela, ali i drugi, kao što su podaci o poreznim propisima koji se primjenjuju na fond, o godišnjim naknadama i troškovima upravljanja i poslovanja, o načinu izračuna i učestalosti isplate udjela u dobiti ili dividende fonda. U pogledu ostalih podataka u prospektu fondova koji se nude javnom ponudom, a koji mogu biti od posebnog značenja za ulagatelje, tu su najzanimljiviji podaci o izračunavanju cijene za prodaju novih udjela odnosno o otkupu postojećih te o načinu objave tih cijena, okolnostima u kojima može doći do obustave otkupa ili izdavanja novih udjela.

S obzirom na to da puni prospekt fonda s javnom ponudom sadržava 31 grupu podataka, u distribuciji se nakon odobrenja prospekta može naći i skraćeni prospekt, pod uvjetom da se cjeloviti prospekt može dobiti na zahtjev (čl. 107. ZIF). U čl. 112. ZIF regulira se i sadržaj statuta otvorenog ili zatvorenog investicijskog fonda javnom ponudom, s time da se u statutu u većoj mjeri repliciraju podaci sadržani u prospektu, samo što je naglasak na uređenju pravnih odnosa između društva koje upravlja fondom s imateljima udjela odnosno dioničarima fonda. Statut se odobrava i distribuira kao i prospekt (čl. 113. ZIF).

Kod fondova udjeli kojih se nude privatnom ponudom, a to mogu biti samo otvoreni investicijski fondovi, u čl. 122. ZIF predviđena je analogna primjena

svih odredbi ZIF-a, osim odredbi iz glave V. kojom se reguliraju fondovi udjeli/dionice kojih se nude javnom ponudom. Ulaganje u fondove koji se nude privatnom ponudom može biti ponuđeno samo kvalificiranim ulagateljima (čl. 124. st. 2. ZIF). Ukupan broj vlasnika udjela u fondu ne smije nikada biti veći od 200. Otvoreni fond s privatnom ponudom može izdavati samo jednu vrstu udjela, ali se ti udjeli mogu prenositi samo kvalificiranim ulagateljima. Po okončanju uplata privatnom ponudom fond mora imati najmanje vrijednost imovine u iznosu 5.000.000,00 kuna (čl. 128. ZIF), što zapravo odgovara najmanjem iznosu temeljnog kapitala zatvorenog fonda, koji mora biti u potpunosti uplaćen. U čl. 141. ZIF propisan je sadržaj prospekta koji sadržava podatke grupirane u 26 skupina. Manji broj podataka uvjetovan je sastavom njegovih ulagatelja koji su zbog svoje "kvalificiranosti" spremni preuzeti veći investicijski rizik.

6. O LIKVIDNOSTI, PRINOSU, TERETIMA I TROŠKOVIMA ULAGANJA

Kad jednom postanu članovi fonda, ulagateljima pripadaju prava iz udjela i dionica. To su slobodno prenosivi vrijednosni papiri, s time da dionice zatvorenog investicijskog fonda s javnom ponudom moraju prema čl. 64. st. 3. ZIF biti uvrštene na burzu. I dionice i dokumenti o udjelu glase na ime.

Članovi otvorenog fonda imaju pored prava na razmjerni dio u dobiti fonda i pravo na svakodobnu isplatu (otkup) udjela od fonda (čl. 87. ZIF). To čini takav oblik ulaganja osobito atraktivnim, jer ako prinosi ne zadovoljavaju ulagateljeva očekivanja, on će iz te investicije "izaći" na vrlo jednostavan način. S obzirom na to, takav je oblik ulaganja zanimljiv i individualnim ulagateljima, koji komparativnu prednost fondova pred štednjom i drugim klasičnijim oblicima vide u prinosima. Ti su prinosi višestruko veći kod fondova od kamata na bankovni štedni ulog, čak i kod onih fondova koji novac svojih ulagatelja ulažu u čvrsto ukamaćene vrijednosne papire, koji su na dnu ljestvice po ostvarenju prinosa, ali je zato sigurnost takva ulaganja veća (obveznice). S druge strane, kako jedno društvo za upravljanje u pravilu ima veći broj fondova, a portfelj tih fondova (obveznički, mješoviti, dionički) prilagođuje investicijskim ciljevima ulagatelja i stupnju rizika koji žele preuzeti, moguće je svoj ulog preusmjeriti u drugi fond istog društva za upravljanje, ali se taj prelazak kvalificira kao prodaja jednog vrijednosnog papira i kupnja drugog te se za to plaća izlazna odnosno ulazna provizija ako su one predviđene statutom dotičnog fonda.

Čistu dobit otvorenog fonda, utvrđenu u financijskim izvješćima, po nalogu društva isplaćuje depozitna banka vlasnicima dokumenata o udjelu razmjerno njihovu udjelu u imovini fonda. Čista dobit isplaćuje se za proteklu poslovnu godinu, a za kraća razdoblja, za koja su izrađena financijska izvješća, mogu se isplaćivati akontacije u skladu sa statutom fonda.

Primici od dividendi i udjela u dobiti na temelju udjela u kapitalu također se smatraju takvim primicima koji nisu dohodak pa se na te primitke i ne plaća porez na dohodak.³² S druge strane, otvoreni fondovi nisu obveznici poreza na dobit prema čl. 2. st. 8. Zakona o porezu na dobit, pa to objašnjava i njihovu značajnu tržišnu zastupljenost.³³ Što se troškova tiče, dvije su osnovne vrste troškova koje fondovi naplaćuju: izravni koji su vezani uz transakciju ulagatelja i koji se njemu izravno naplaćuju - ulazne naknade odnosno troškovi koje ulagatelj plaća pri svakoj uplati u fond, i izlazne naknade odnosno troškovi koji mu se naplaćuju prilikom izlaska iz fonda, obje izražene u postocima, te naknada za upravljanje odnosno trošak koji društvo obračunava za upravljanje fondom, također izražen u postotku na godišnjoj razini, ali se izračunava svaki dan razmjerno vrijednosti imovine fonda. Postoje također i neizravni troškovi koji se pojavljuju tijekom držanja udjela u fondu i koji održavaju njegovo tekuće poslovanje, a ne naplaćuju se izravno od ulagatelja, već se odbijaju od imovine fonda - naknada menadžmentu, depozitnoj banci, troškovi marketinga i sl. Od rizika egzistentni su sistemski (tržišni) rizik koji je uvjetovan općim kretanjima u čitavoj ekonomiji na tržištu te nesistemski (specifični rizik društva) odnosno rizik posebno izabrane investicije, koji zajedno čine ukupni investicijski rizik.

7. O OGRANIČENJIMA ULAGANJA FONDOVA OVISNO O VRSTI FONDA

S obzirom na velik broj različitih vrsta fondova, namijenjenih različitim ulagateljskim ciljevima i stupnju rizika koji ulagatelji namjeravaju preuzeti,

³² Čl. 9. st. 1. t. 2. Zakona o porezu na dohodak, NN, br.177/2004.

³³ Kritiku prijašnjih zakonskih rješenja vidi u Sekulić Grgić, D., *Oporezivanje investicijskih fondova*, Suvremeno poduzetništvo, Zagreb, 9 (2002.), str. 40-46. Autorica uspoređuje porezni tretman fizičke osobe koja ulaže u štednju, u investicijski fond, dionice ili udjele odnosno obveznice na temelju kojih se ostvaruje pravo na kamate.

fondovi koji sredstva prikupljaju od široke ulagateljske publike (javnom ponudom) u dimenzioniranju svojeg portfelja ograničeni su mnogobrojnim zakonskim propisima, koji bi s posljednjom novelom ZIF-a trebali biti usklađeni s europskim zakonodavstvom.

Ti propisi s jedne strane utvrđuju dopustivi predmet ulaganja odnosno isključuju iz portfelja one vrijednosne papire koji *per se* ne zadovoljavaju kriterije sigurnosti, odnosno sadržava veći stupanj rizika. Propisi su sadržani u čl. 78. ZIF. Osim toga postoje propisi kojima se ograničavaju ulaganja u pojedine dopustive predmete koji ulaze u portfelj fonda. Njihov je cilj diverzifikacija portfelja fonda radi disperzije rizika na vrijednosne papire raznih izdavatelja, kao što također ograničavaju sklapanje visokorizičnih financijskih transakcija ili ograničavaju ulaganje u one financijske instrumente koji ne nose gotovo nikakvu zaradu (novac na računu), ili u takva ulaganja kod kojeg se novčana sredstva imobiliziraju na duže vrijeme. Također imperativ ulaganja u likvidne i lako unovčive vrijednosne papire raste ako je riječ o otvorenom investicijskom fondu, s obzirom na pravo ulagatelja da zahtijeva svakodobnu isplatu udjela.

7.1. Investicijski fondovi s javnom ponudom

1.1.1. Zatvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom - sastav portfelja fonda

Prema čl. 78. ZIF, portfelj zatvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom isključivo čine: vrijednosni papiri, udjeli ili dionice investicijskih fondova te instrumenti tržišta novca. Depoziti kod ovlaštenih banaka u Republici Hrvatskoj ili državi članici, ili nekoj drugoj državi mogu biti dio portfelja fonda ako dospijevaju u roku *ne duljem od dvanaest mjeseci* i ako se mogu *u svakom trenutku razročiti* te pod uvjetom da u drugoj državi podliježu nadzoru i ograničenjima koje će nadzorno tijelo (Agencija) u smislu sigurnosti ulagača smatrati barem jednakima onima u Republici Hrvatskoj. Terminski i opcijski ugovori i druge financijske izvedenice, kojima se trguje na uređenim tržištima i/ili financijske izvedenice kojima se trguje na drugim organiziranim tržištima mogu biti dopustivi predmet ulaganja pod određenim uvjetima.³⁴ To mogu biti i nekretnine kao i novac na računu.

³⁴ Pod uvjetima:

a) da se terminski poslovi opcije ili derivati temelje na financijskim instrumentima ulaganje u koje ovim člankom, financijskim indeksima, kamatnim stopama, deviznim tečajevima ili valutama fond smije ulagati na temelju svog prospekta i statuta,

Kao prvo, *apsolutna zabrana* ulaganja u vrijednosne papire postoji ako je riječ o vrijednosnim papirima društava s ograničenom odgovornošću, kao i u vrijednosne papire koji nisu slobodno prenosivi. Društvo s ograničenom odgovornošću ne može izdavati dionice, ali može, primjerice, izdavati obveznice. Zabrana ulaganja u vrijednosne papire koji nisu slobodno prenosivi razumljiva je sama po sebi. Kako kod takvih vrijednosnih papira prijenos prava ovisi o volji društva (primjerice vinkulirane dionice), takvi vrijednosni papiri nisu pogodni za trgovanje, jer društvo želi imati kontrolu nad sastavom svojih dioničara (*closely held companies*).

Portfelj fonda ustrojava se tako da se rizik što je moguće više disperzira. Postoje mnoge ekonomske teorije o optimalnom sastavu portfelja fonda, od kojih je najpoznatija moderna teorija portfelja.³⁵ Veći dio tih propisa usmjeren je na to da se izbjegne koncentracija portfelja fonda na ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja, ili izdavatelja koji su povezani kako bi se izbjegla situacija da stečaj tog ili povezanih izdavatelja izravno djeluje na vrijednost imovine fonda. Također se vodi računa o tome da se ponekad ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja kumulira s ulaganjem u depozite kod istog izdavatelja

-
- b) da poslovi ugovoreni na drugim organiziranim tržištima (OTC) sklapaju s institucijama koje podliježu strogom nadzoru nekog regulatornog tijela u Republici Hrvatskoj ili državi članici,
 - c) da ti poslovi podliježu pouzdanoj i provjerljivoj procjeni vrijednosti na svakodnevnoj osnovi te se u svako doba mogu prodati, likvidirati ili zaključiti prijebnom transakcijom po njihovoj pravičnoj vrijednosti na poticaj fonda,
 - d) da se takvi instrumenti koriste isključivo za smanjivanje ili ograničavanje rizika ili povećanje prinosa odnosno smanjenje troškova fonda bez ikakvog povećanja rizika, odnosno da se njima neće mijenjati investicijska strategija, ciljevi i ograničenja definirani ovim Zakonom i prospektom i/ili statutom fonda,
 - e) da u prospektu fonda mora biti navedeno smije li se ulagati u takve instrumente, hoće li se koristiti za zaštitu od rizika i/ili za postizanje investicijskih ciljeva fonda, i kakav je utjecaj takvih instrumenata na rizičnost fonda,

³⁵ Tu je teoriju razvio Harry Markowitz. Prema njegovoj teoriji, optimiziranje portfelja obavlja se na temelju kriterija korisnosti. Markowitz je pretpostavio da je korisnost to veća što je prinos veći, a rizik portfelja manji. Autor također uvodi veličinu A koja predstavlja faktor tolerancije rizika koji govori o tome koliki je rizik ulagatelj voljan podnijeti. Promjenom faktora tolerancije dobiva se niz efikasnih portfelja koji naposljetku daju krivulju koja se zove efikasna granica. Vidi Prohaska, Z., *Analiza vrijednosnih papira*, Infoinvest, Zagreb 1996., str. 62. Vidi još: Barac, Z. / Latković, M., *Kako riješiti problem odabira portfelja na hrvatskom tržištu dionica*, Hrvatsko gospodarstvo u tranziciji, MB Tisak, Zaprešić, 1999., str. 145.

(banke), a tome se može pridružiti i sklapanje financijskih terminskih poslova s istom osobom. Na taj način formalnopravno ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja ostaje u zakonskim okvirima, ali se izloženost prema jednoj osobi povećava kroz sklapanje dodatnih financijskih aranžmana. Poseban je problem ulaganje fondova u fondove s obzirom na to da oscilacije u vrijednosti njihovih udjela ili dionica ovise o oscilacijama u cijeni vrijednosnih papira u koje su uložili sredstva. Tome treba pridodati i oscilacije koje su rezultat specifičnih financijskih rizika.

7.1.2. Zatvoreni investicijski fond - ograničenja ulaganja

Ograničenja ulaganja sadržana su u čl. 79. ZIF. U pogledu “plafona” ulaganja u vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca jednog izdavatelja vrijedi pravilo “do 15% neto vrijednosti imovine fonda”.³⁶ Prema prijašnjem propisu, ograničenje ulaganja je omekšano, jer je prijašnji propis limitirao takva ulaganja do 5%, iznimno do 10%. Od pravila “do 15%” postoje određene iznimke.

Prva je iznimka kad se imovina fonda ulaže u vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca *izdavatelj kojih je ili za koje jamči Republika Hrvatska* ili jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave Republike Hrvatske, država članica ili jedinica lokalne uprave države članice, država koja nije članica Europske unije ili međunarodna javna organizacija u kojoj su članovi jedna ili više država članica. Ti vrijednosni papiri uopće ne podliježu pravilu “do 15%”, ali pod uvjetom da u prospektu i statutu fonda budu jasno naznačene te države, jedinice lokalne uprave ili međunarodne organizacije u vrijednosne papire kojih se i u instrumente tržišta novca kojih se ulaže. Ako su ti izdavatelji transparentno naznačeni u prospektu, tada se u njihove vrijednosne papire i instrumente tržišta novca može ulagati i *više od 35% imovine fonda*. Međutim, nije propisan gornji limit takvih ulaganja, iz čega proizlazi da je ulaganje u takve vrijednosne papire moguće i do 100% imovine fonda. Jedino što zako-

³⁶ Prema prijašnjim propisima vrijedilo je pravilo da se u vrijednosne papire jednog izdavatelja ne smije uložiti više od 5% vrijednosti investicijskog fonda, ali se iznimno može u vrijednosne papire jednog izdavatelja uložiti do 10% vrijednosti investicijskog fonda pod uvjetom da ukupna vrijednost takvih vrijednosnih papira drugih izdavatelja ne prelazi 40% vrijednosti investicijskog fonda. Obveznice Republike Hrvatske, država članica EU i drugih država članica OECD-a glede tih ograničenja ulaganja računaju se samo s polovinom vrijednosti.

nodavac ipak traži nekakvu disperziju tih ulaganja. Tu iznimku uvjetuje time što zahtijeva da se imovina fonda sastoji *od barem šest različitih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca*, kao i da vrijednost ni jednoga pojedinoga toga vrijednosnog papira ili instrumenta tržišta novca ne prelazi 30% imovine fonda. To znači da je praktično moguće da portfelj jednog fonda bude sastavljen isključivo od vrijednosnih papira, primjerice, za koje jamči RH, pod uvjetom da takvih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca ima barem 6, a da nijedan od njih ne prelazi 30% imovine fonda.

Druga je iznimka od pravila “do 15% po jednom izdavatelju” kad fond nastoji replicirati neki dionički indeks ili indeks dužničkih vrijednosnih papira. Tada Agencija može dopustiti da se u dionice ili dužničke vrijednosne papire jednog te istog izdavatelja može uložiti do 20% imovine fonda, a u iznimnim okolnostima i do 35% imovine fonda ako je to prijeko potrebno za repliciranje tog indeksa. Takvo iznimno ulaganje do 35% imovine fonda u dionice ili dužničke vrijednosne papire jednog te istog izdavatelja dopušteno je samo za jednog izdavatelja. Pored toga takav fond mora u svom prospektu i statutu jasno naznačiti da mu je investicijski cilj repliciranje indeksa. S obzirom na trendove na drugim tržištima, može se očekivati da će ti oblici fondova biti sve zastupljeniji.

Kod ulaganja u vrijednosne papire povezanih društava, ta se društva smatraju jednim izdavateljem, ali ograničenje ulaganja nije do 10% već “do 20% neto vrijednosti imovine fonda”. Pojam povezanih društava procjenjuje se prema ZTD-u, ali i prema ZIF-u s obzirom na to da i taj zakon ima svoju definiciju povezanih osoba, koja dijelom izlazi iz definicije povezanih društava prema ZTD-u.³⁷

³⁷ Vidi čl.2. ZIF: “Povezana osoba« u odnosu na određenu pravnu ili fizičku osobu u smislu ovoga Zakona (u daljnjem tekstu: subjekt) je:

1. dioničar ili grupa dioničara koji djeluju zajednički, odnosno imatelj poslovnog udjela ili grupa imatelja poslovnih udjela koji djeluju zajednički, a posjeduju više od 10% dionica ili udjela u temeljnom kapitalu društva ili koji, iako posjeduju manji postotak od naznačenog, mogu utjecati, izravno ili neizravno, na odluke koje donosi takav subjekt,

2. svaki subjekt u kojem prvi subjekt posjeduje, izravno ili neizravno, više od 10% dionica ili udjela u temeljnom kapitalu društva ili koji, iako posjeduje manji postotak od naznačenog, može utjecati izravno ili neizravno na odluke koje donosi takav subjekt

3. svaka fizička osoba ili osobe koje mogu, izravno ili neizravno, utjecati na odluke subjekta, a osobito:

- članovi uže obitelji (bračni drug ili osoba s kojom duže vrijeme živi u zajedničkom kućanstvu koje, prema zakonu koji uređuje bračnu zajednicu i obiteljske odnose, ima zakonski položaj jednak onome koji ima bračna zajednica, djeca ili posvojena djeca, ostale osobe koje su pod skrbništvom te osobe),

Ograničenje ulaganja u vrijednosne papire /instrumente tržišta novca *jednog izdavatelja* u visini većoj od 15% neto vrijednosti imovine fonda ne postoji ako je riječ o depozitima i financijskim izvedenicama kojima se trguje na drugim organiziranim tržištima.³⁸ S druge strane, kod depozita najviše 20% neto vrijednosti imovine može se položiti kao depozit u jednu te istu banku. To može biti ovlaštena banka u RH, zemlji članici EU, ali i u nekoj drugoj državi pod uvjetom da ta banka podliježe nadzoru i ograničenjima uspostavljenima radi sigurnosti ulagača koji su barem jednaki onima u RH. Međutim, depoziti se moraju moći razročiti i ne smiju biti duži od godine dana.

Izloženost prema jednoj osobi na temelju financijskih izvedenica ugovorenih s tom osobom na drugom organiziranom tržištu (OTC) ne smije biti veća od 10% neto vrijednosti imovine fonda ako je riječ o ovlaštenoj banci u RH, zemlji članici EU ili drugoj članici u kojoj postoji adekvatan bankovni nadzor, a ako je riječ o nekoj drugoj pravnoj osobi, tada ne može prelaziti iznos od veći od 5% neto vrijednosti imovine fonda. Pored toga ukupna izloženost fonda prema financijskim izvedenicama ni u kojem slučaju ne smije biti veća od 10% neto vrijednosti imovine fonda. Za razliku, od toga prijašnji ZIF nije predviđao konkretno ograničenje zastupljenosti financijskih izvedenica (opcijskih i terminskih poslova).

S obzirom na to da se ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja može kumulirati s ulaganjem u depozite položenih kod te iste osobe, a tome se može pridružiti i ugovaranje financijskih izvedenica s tom istom osobom, ukupna vrijednost ulaganja u vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca izdavatelj kojih je jedna te ista osoba i vrijednosti depozita položenih kod te osobe i izloženosti na temelju financijskih izvedenica kojima se trguje na drugom organiziranom tržištu ugovorenih s tom osobom ne smije prijeći 20% neto vrijednosti imovine fonda.

Zakonodavac je ograničio i ulaganja imovine fonda u fondove. Najviše 20% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u udjele ili dionice jednog te istog investicijskog fonda, uz uvjet da najviše 30% imovine fonda može biti uloženo u fondove, primjerice, osnovane na temelju odobrenja nadležnog tijela

- članovi uprave ili nadzornog odbora i članovi uže obitelji tih osoba, ili
- osobe zaposlene na temelju ugovora o radu s posebnim uvjetima sklopljenog sa subjektom u kojem su zaposlene kao i članovi uže obitelji tih osoba,

³⁸ Prema prijašnjem propisu depoziti u financijskim institucijama i druga novčana sredstva investicijskog fonda smjeli su iznositi najviše 49% vrijednosti investicijskog fonda.

države članice EU, a najviše 10% imovine fonda može biti uloženo u fondove s privatnom ponudom. S druge strane, ulaganje u udjele ili dionice investicijskih fondova ne može prijeći 25% neto vrijednosti imovine pojedinog fonda u koji se ulaže. Također, postoje pravila o zabrani naplaćivanja ulazne i izlazne naknade kad je riječ o ulaganju u povezane fondove te o naplaćivanju maksimalne naknade kad se ulaže u druge investicijske fondove.³⁹

S obzirom na obvezu objave ponude o preuzimanju koja nastaje kad netko kod izdavatelja stekne više od 25% dionica u javnom dioničkom društvu koje daju pravo glasa na skupštini društva, ali i zbog toga što takvo stjecanje implicira kvalifikaciju povezanih društava,⁴⁰ fond u svom vlasništvu ne može imati više od 25% dionica s pravom glasa jednog te istog izdavatelja. Isto se ograničenje primjenjuje i na obveznice iste emisije (iako one ne daju pravo glasa).

Preferirani vrijednosni papiri za portfelj fonda u svakom su slučaju oni koji su uvršteni na burzu ili uređeno tržište. Međutim, zakonodavac ne propisuje ograničenje ulaganja u neuvrštene vrijednosne papire, već zahtijeva da se u tvrtci fonda istakne ta okolnost ako fond više od 40% svoje neto vrijednosti imovine namjerava uložiti u neuvrštene vrijednosne papire. *A contrario*, znači da je moguće da neuvršteni vrijednosni papiri čine i do 40% neto vrijednosti imovine fonda a da to nije transparentno naznačeno ulagateljima.

Posebna pravila vrijede za zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom koji namjerava najmanje 60% neto vrijednosti imovine fonda uložiti u nekretnine. Ta ulagačka orijentacija mora biti vidljiva iz tvrtke (čl. 80. st. 1 i 2. ZIF).⁴¹ U

³⁹ Ako se imovina fonda ulaže u udjele ili dionice investicijskih fondova kojima izravno ili neizravno upravlja isto društvo za upravljanje, ili kojima upravlja drugo društvo s kojim je to društvo povezano zajedničkom upravom ili kontrolom, ili izravnim ili neizravnim vlasničkim udjelom, na takva se ulaganja fondu ne smije naplatiti ulazna ili izlazna naknada. Ako se imovina fonda može ulagati u udjele ili dionice drugih investicijskih fondova, u prospektu fonda, uz maksimalnu naknadu za upravljanje koja se smije naplatiti na imovinu tog fonda, mora biti jasno naznačena i maksimalna naknada za upravljanje koja se smije naplatiti na imovinu fondova u koje namjerava ulagati, a u godišnjim izvješćima fonda mora jasno biti naznačena maksimalna ukupna naknada za upravljanje koja je bila naplaćena i tome fondu i drugom fondu u koji je taj fond uložio, izražena u postotku imovine fonda koji je uložio u udjele ili dionice drugoga investicijskog fonda.

⁴⁰ Vidi propis u čl.477. ZTD o društvima s uzajamnim udjelima i obveze koje iz te činjenice slijede (čl.478. ZTD - obveza obavještavanja).

⁴¹ Investicijski fond za ulaganje u nekretnine, prema svojem statutu i prospektu, smije stjecati sljedeće nekretnine u Republici Hrvatskoj (i u inozemstvu na temelju reciprociteta): 1. stambene i/ili poslovne zgrade s pripadajućim zemljištem, 2. zemljišta na ko-

odnosu na prijašnji propis ograničenje ulaganja u jednu nekretninu neznatno je povećano.⁴²

Prema čl. 84. ZIF prekoračenje ograničenja ulaganje moguće je u prvoj godini od osnivanja fonda, što je period duži od onog u prijašnjem zakonu.⁴³ Prekoračenje je također moguće pri stjecanju vrijednosnih papira ili instrumenata novca prilikom povećanja temeljnog kapitala fonda (čl.81. ZIF).

7.1.3. Otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom - sastav portfelja

S obzirom na to da otvoreni investicijski fondovi osim ulagateljeva prava na udio u dobiti priznaju i njegovo pravo na svakodobnu isplatu udjela, ograničenja ulaganja su mnogobrojnija, a naglasak je na ulaganju u lako unovčive (likvidne) vrijednosne papire - a to su oni kojima se trguje na burzi ili na uređenom javnom tržištu.⁴⁴ Postoji mogućnost da se ulaže i u "nedavno izdane prenosi-

jima se gradi ako građevinski plan odgovara uvjetima navedenim pod točkom 1. ovoga stavka i ako se prema objektivnim kriterijima može računati sa završetkom izgradnje u primjerenom roku te ako troškovi za zemljišta ne prelaze ukupno 20% neto vrijednosti imovine fonda, 3. neizgrađena zemljišta na kojima je prema važećim propisima lokalne i područne (regionalne) samouprave dozvoljena gradnja stambenih ili poslovnih zgrada odnosno zgrada ili uređaja potrebnih za obavljanje određenih djelatnosti i stoga određena za skorbu vlastitu gradnju, 4. poljoprivredna zemljišta, 5. ostala ulaganja u nekretnine ako je to izričito predviđeno u statutu i prospektu fonda. Stjecanju tih nekretnina prethodi procjena vještaka. Svaka pojedina nekretnina ne smije u trenutku stjecanja prelaziti 20% neto vrijednosti imovine fonda. Nekretnine koje se sastoje od više međusobno povezanih zemljišnih čestica smatraju se jednom nekretninom. Najmanje 50% neto vrijednosti imovine zatvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom za nekretnine mora se sastojati od nekretnina smještenih u Republici Hrvatskoj. To se ograničenje ne primjenjuje ako fond ulaže u udjele ili dionice društava predmet poslovanja kojih je isključivo ili pretežito stjecanje i prodaja, iznajmljivanje i zakup nekretnina te upravljanje nekretninama, u udjele ili dionice drugog fonda za nekretnine, ili druge vrijednosne papire, izvedenice ili certifikate koje propiše Agencija, a cijena kojih se temelji na nekretninama.

⁴² Prema prijašnjem propisu, jedna nekretnina u trenutku stjecanja nije smjela prelaziti 15% vrijednosti imovine fonda.

⁴³ Prijašnje dopušteno prekoračenje ulaganja toleriralo se unutar prvih šest mjeseci rada fonda.

⁴⁴ Zakon pobliže određuje da su to prenosivi vrijednosni papiri ili instrumenti tržišta novca kojima se trguje na uređenom javnom tržištu, na uređenom javnom tržištu države članice koje redovito posluje ili na službenoj kotaciji burze vrijednosnih papira ili na drugom

ve vrijednosne papire”, ali pod određenim uvjetima. Prospektom tog izdanja mora biti predviđeno njihovo uvrštenje na službenu kotaciju burze ili drugo uređeno javno tržište koje redovito posluje. Pored toga ulaganje na tu burzu ili drugo uređeno javno tržište mora biti predviđeno prospektom i statutom fonda. Također se takvo uvrštenje osigurava u roku jedne godine od izdanja. U protivnom će se vrijednosni papiri smatrati neuvrštenima.

Druga vrsta imovine u koju se može ulagati jest ulaganje u udjele ili dionice investicijskih fondova registriranih u Republici Hrvatskoj ili državi članici ili državi koja nije članica Europske unije, ali također pod određenim uvjetima. Stupanj zaštite ulagatelja tih fondova, uključujući i obvezu njihova izvješćivanja i informiranja, mora biti barem jednak stupnju zaštite prema našem pravu, osobito u pogledu ograničenja ulaganja. Drugi je uvjet da su takvi investicijski fondovi ovlaštene od Agencije ili odgovarajućeg nadležnog tijela u državi članici ili državi koja nije članica Europske unije. Posljednji je uvjet da je prospektom i/ili statutom fonda u dionice ili udjele kojeg se ulaže predviđeno da najviše 10% imovine fonda može biti uloženo u dionice ili udjele drugih fondova.

Idući dopustivi objekt ulaganja su depoziti kod ovlaštenih banaka u Republici Hrvatskoj ili državi članici, ili nekoj drugoj državi, pod uvjetom da podliježu nadzoru i ograničenjima adekvatnima našem pravu, pod uvjetom da depoziti dopijevaju u roku ne duljem od dvanaest mjeseci i da se mogu u svakom trenutku razročiti.

Terminski i opcijski ugovori i druge financijske izvedenice, kojima se trguje na uređenim ili organiziranim tržištima dopustivi su objekt ulaganja, ali također uz ispunjenje određenih uvjeta. Takvi instrumenti moraju se koristiti isključivo za smanjivanje ili ograničavanje rizika ili povećanje prinosa odnosno smanjenje troškova fonda, a da pritom ne dolazi do povećanja rizika odnosno da se njima ne mijenja investicijska strategija fonda, ciljevi i ograničenja koji se osim na zakonu temelje na prospektu i/ili statutu fonda. Općenito, te se izvedenice (kao što su financijski indeksi, kamatne stope, devizni tečajevi ili valute) moraju temeljiti na financijskim instrumentima koji čine dopustivi objekt ulaganja na osnovi prospekta i statuta fonda. Ako se ti poslovi ugovaraju na drugim organiziranim tržištima, moraju se sklopiti s institucijama koje podliježu strogom nadzoru nekog regulatornog tijela u RH ili državi članici. Pored toga financijske izvedenice moraju moći biti pouzdano i provjerljivo procjenjive na svakodnevnoj

uređenom javnom tržištu država koje nisu članice Europske unije koje redovito posluje, pod uvjetom da je takvo ulaganje predviđeno prospektom i statutom fonda.

osnovi te je pored toga potrebno da se u svako doba mogu prodati, likvidirati ili zaključiti prijebnom transakcijom po njihovoj pravičnoj vrijednosti na poticaj fonda. I konačno, u prospektu fonda mora biti navedeno smije li se ulagati u takve instrumente, hoće li se koristiti radi zaštite od rizika i/ili radi postizanja investicijskih ciljeva fonda, i kakav je utjecaj takvih instrumenata na rizičnost fonda.

Idući dopustivi predmet ulaganja čine instrumenti tržišta novca kojima se *ne trguje na uređenom tržištu*. Riječ je o širokom krugu izdavatelja na tržištu novca među kojima dominiraju kao izdavatelji ili (garanti) osobe javnog prava kao što su Republika Hrvatska, jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave ili centralna banka Republike Hrvatske, države članice, jedinice lokalne uprave ili centralne banke država članica, Europska centralna banka, Europska investicijska banka, države koje nisu članice Europske unije, federativne jedinice u slučaju federativnih država ili javna međunarodna organizacija koje je članica jedna ili više država članica. Prihvatljivi su i oni instrumenti tržišta novca koji su izdani od izdavatelja kojih se vrijednosnim papirima trguje na uređenim tržištima ili ako su izdani od institucije koja podliježe nadzoru nadležnog nadzornog tijela države članice ili podliježe nadzoru za koji Agencija smatra da je istovrijedan.

Postoji i kategorija instrumenata tržišta novca koji su izdani od drugih osoba a koje je nadzorno tijelo odobrilo, pri čemu ulagatelji u takve instrumente moraju uživati sigurnost barem jednaku onoj koja postoji kod prethodnih instrumenata tržišta novca, a da je pritom njihov izdavatelj trgovačko društvo koje udovoljava određenim kriterijima. Mora se raditi o društvu kojeg kapital i rezerve premašuju deset milijuna eura i koje izrađuje i objavljuje financijska izvješća u skladu s odgovarajućim standardima financijskog izvješćivanja, ili se mora raditi o društvu koje je u sklopu grupe povezanih društava, pod uvjetom da jedna ili nekoliko osoba iz te grupe ima ili imaju dionice uvrštene u službenu kotaciju neke burze koja je posvećena financiranju te grupe. Treća mogućnost je da se radi o trgovačkom društvu predmet poslovanja kojeg je financiranje posebnih subjekata za sekuritizaciju koja uživaju bankovnu kreditnu liniju.

Posljednju kategoriju ulaganja čine neuvršteni vrijednosni papiri i novci na računima.

Propis sadržan u čl. 101. st. t. 13. ZIF kojim je određeno da otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom ne smiju ulagati u plemenite metale niti u vrijednosne papire ili druge instrumente izdane na temelju plemenitih metala,

također pripada u propis o sastavu portfelja iako se nalazi na mjestu gdje se reguliraju ograničenja ulaganja.⁴⁵

7.1.4. Ograničenja ulaganja i prekoračenja ograničenja ulaganja

Ulaganje imovine otvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom podliježe brojnim ograničenjima. Najviše 10% neto vrijednosti imovine može biti uloženo u neuvrštene (i nedavno uvrštene) vrijednosne papire i instrumente tržišta novca. To znači da fondovi moraju težiti najlikvidnijim vrijednosnim papirima, a to su oni koji su uvršteni ili pak oni kod kojih je, primjerice, već prilikom emisije (iz prospekta) vidljivo da će biti uvršteni, i to najduže unutar godine dana od izdanja. To rješenje u skladu je s rješenjem sadržanim u čl. 19. st. 2. UCITS III smjernice.

Slijede pravila o diverzifikaciji portfelja, odnosno o najvećoj mogućoj koncentraciji ulaganja u vrijednosne papire jednog ulagatelja. Najviše 10% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u prenosive vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca jednog te istog izdavatelja. Pored toga, ako je vrijednost prenosivih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca jednog te istog izdavatelja koji čine imovinu fonda veća od 5% neto vrijednosti imovine fonda, zbroj vrijednosti tih ulaganja za sve takve izdavatelje ne smije prijeći 40% neto vrijednosti imovine fonda.

Od tog pravila postoji i nekoliko iznimki.

Prva iznimka postoji ako je riječ o ulaganju u prenosive vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca kojih je *izdavatelj ili za koje jamči* neka osoba javnog prava kao primjerice: Republika Hrvatska ili jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave Republike Hrvatske, država članica ili jedinica lokalne

⁴⁵ Zakon sadržava propise i o «omekšanju» odnosno prekoračenju ograničenja ulaganja propisane u čl. 101. st. 2.-5. ZIF. To su situacije povećanja temeljnog kapitala fonda te situacije u kojim proboj ograničenja nastaje kao posljedica kretanja cijena na tržištu, u kojem je slučaju društvo za upravljanje dužno uskladiti ulaganja fonda u razumnom vremenskom roku, nastojeći pri tome eventualni gubitak svesti na najmanju moguću mjeru. Kod prekoračenja ograničenja ulaganja koja su posljedica transakcija koje je sklopilo društvo za upravljanje to društvo dužno je uskladiti ulaganja fonda odmah po saznanju za prekoračenje ograničenja te odgovara fondu za štetu. Prvih šest mjeseci od osnivanja otvorenoga investicijskog fonda s javnom ponudom ograničenja mogu biti prekoračena uz dužno poštovanje načela razdiobe rizika i zaštite interesa ulagatelja.

uprave države članice, država koja nije članica Europske unije ili međunarodna javna organizacija koje su jedna ili više država članica članice. U takve vrijednosne papire može se ulagati bez ograničenja, ali uz ispunjenje dodatnih (kumulativno postavljenih) uvjeta. Kao prvo, u prospektu, statutu i promotivnom materijalu fonda moraju jasno biti naznačene države, jedinice lokalne uprave ili međunarodne organizacije u kojih se vrijednosne papire i instrumente tržišta novca može ulagati. Nije jasno je li riječ o redakcijskoj pogrešci s obzirom na to da zakonodavac za takve vrijednosne papire ne propisuje gornju granicu dopustivog ulaganja, već donju ("više od 35% neto vrijednosti imovine fonda"). Dodatno se traži da se imovina fonda sastoji od barem šest različitih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca, a vrijednost niti jednog pojedinoga vrijednosnog papira ili instrumenta tržišta novca (kojeg je izdavatelj ili za koje jamče osobe javnog prava) ne smije prijeći 30% neto vrijednosti imovine fonda. Proizlazi da fond može isključivo ulagati, primjerice, u obveznice (kojih je izdavatelj ili za koje jamči osoba javnog prava), ali u portfelju fonda mora biti najmanje šest takvih vrijednosnih papira.

Druga iznimka od pravila da se u vrijednosne papire (instrumente tržišta novca) jednog izdavatelja može uložiti najviše 10% neto vrijednosti imovine fonda postoji u situaciji kad je riječ o *obveznicama* koje odobri nadzorno tijelo, a koje izdaju banke registrirane u Republici Hrvatskoj ili državi članici. U te se obveznice može ulagati najviše 25% neto vrijednosti imovine fonda. Međutim mora se raditi o bankama koje su na temelju nekog zakona ili propisa predmetom posebnoga javnog nadzora radi zaštite ulagača u te obveznice. Nadalje, sredstva prikupljena emisijom takvih obveznica moraju biti uložena u skladu sa zakonom u imovinu koja će do dospijea obveznica omogućiti ispunjenje obveza koje proizlaze iz obveznica i koja bi u slučaju insolventnosti izdavatelja prioriteto poslužila za povrat glavnice i kamata iz tih obveznica. Ako je više od 5% neto vrijednosti imovine fonda uloženo u takve obveznice jednog te istog izdavatelja, ukupna vrijednost takvih ulaganja koja čine više od 5% neto vrijednosti imovine fonda ne smije prijeći 80% neto vrijednosti imovine fonda.

Treća iznimka postoji kod osoba koje čine povezana društva (prema ZTD-u i ZIF-u). Te se osobe smatraju jednim izdavateljem i u njihove vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca može biti uloženo najviše 20% neto vrijednosti imovine fonda.

Kod fondova koji nastoje replicirati neki dionički indeks ili indeks dužničkih vrijednosnih papira nadzorno tijelo može dopustiti da se u dionice ili dužničke vrijednosne papire jednog te istog izdavatelja može uložiti do 20%

neto vrijednosti imovine fonda (a u iznimnim okolnostima maksimalno do 35% neto vrijednosti imovine fonda) ako je to prijeko potrebno za repliciranje tog indeksa. Proboj ograničenja do limita propisanog za iznimne okolnosti dopušten je samo za jednog izdavatelja, a takav fond mora u prospektu i statutu fonda jasno naznačiti da mu je investicijski cilj repliciranje indeksa.

Prva i druga iznimka od pravila “10%” (vrijednosni papiri ili instrumenti tržišta novca kojih je izdavatelj ili za izdavatelja jamči neko javnopravno tijelo te odobrene obveznice banaka) ne uključuju se u izračun ograničenja od 40% koje je dopuna pravila o “10%” koje se ograničenje primjenjuje (40%) kad ulaganje u vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca jednog izdavatelja prijeđe 5% neto imovine fonda, a takvih izdavatelja ima nekoliko.

Pravilo “10%” ne primjenjuje se na depozite, financijske izvedenice kojima se trguje drugim organiziranim tržištima. Međutim za depozite vrijedi drugo ograničenje, jer se najviše 20% neto vrijednosti imovine fonda može položiti kao depozit u jednu te istu banku (u RH, državi članici ili drugoj državi u kojoj postoji adekvatni nadzor banaka).

S druge strane, izloženost prema jednoj osobi na temelju financijskih izvedenica ugovorenih s tom osobom na drugom organiziranom tržištu ne smije biti veća od 10% neto vrijednosti imovine ako je riječ o banci (u RH, državi članici ili drugoj državi u kojoj postoji adekvatni nadzor banaka), odnosno 5% neto vrijednosti imovine ako je riječ o nekoj drugoj pravnoj osobi. Kada se u jednoj osobi koncentrira ulaganje u prenosive vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca kojih je ona izdavatelj, a kod iste se osobe polažu i depoziti te se istodobno s tom osobom ugovara trgovanje s financijskim izvedenicama, tada ukupna vrijednost svih tih ulaganja ne smije prijeći 20% neto vrijednosti imovine fonda.

Slijede ograničenja o *ulaganju fondova u udjele ili dionice fondova*. Najviše 20% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u udjele ili dionice jednog te istog investicijskog fonda, ali se mora raditi o fondovima koji su registrirani u RH, državi članici EU ili nekoj drugoj državi uz ispunjenje dodatnih uvjeta ciljanih na zaštitu ulagatelja. Međutim najviše 30% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u fondove privatnom ponudom.⁴⁶ Pored toga, ulaganja fonda u udjele ili dionice investicijskih fondova ne podliježu pravilu “10% - jedan izdavatelj” i varijacijama tog pravila⁴⁷.

⁴⁶ *Argumentum a contrario* iz čl. 15. st. 1. t. 2. i 3. ZIF.

⁴⁷ Vidi čl. 101. st. 1. t. 1-6. ZIF.

Slijede pravila o nemogućnosti naplate ulazno izlazne naknade kod “povezanih investicijskih fondova”, kao i o naplati maksimalne naknade za upravljanje kad je riječ o ulaganju u druge, međusobno nepovezane investicijske fondove, premda to nisu izravno propisi o ograničenju ulaganja, pa bi se trebali nalaziti u nekom drugom dijelu zakona.⁴⁸

Posebna ograničenja propisana su u čl.101. ZIF za stjecanje “paketa” vrijednosnih papira jednog izdavatelja, što je regulirano zakonom i u dijelu u kojem se propisuju zabranjene radnje i sukob interesa (čl. 47. ZIF). Zato se te odredbe iskazuju kao sadržajni višak.⁴⁹

I konačno ukupna izloženost fonda prema financijskim izvedenicama ni u kojem slučaju ne smije biti veća od neto vrijednosti imovine fonda.

⁴⁸ Ako se imovina fonda ulaže u udjele ili dionice investicijskih fondova kojima izravno ili neizravno upravlja isto društvo za upravljanje, ili kojima upravlja drugo društvo s kojim je to društvo povezano zajedničkom upravom ili vladajućim utjecajem, ili izravnim ili neizravnim međusobnim vlasničkim udjelom, na takva se ulaganja fondu ne smije naplatiti ulazna ili izlazna naknada. Ako se imovina fonda može ulagati u udjele ili dionice drugih investicijskih fondova, u prospektu fonda, uz maksimalnu naknadu za upravljanje koja se smije naplatiti na imovinu tog fonda, mora biti jasno naznačena i maksimalna naknada za upravljanje koja se smije naplatiti na imovinu fondova u koje namjerava ulagati. U godišnjim izvještajima tog fonda mora jasno biti naznačena maksimalna ukupna naknada za upravljanje koja je bila naplaćena i tome fondu i drugom fondu u koji je taj fond uložio, izražena u postotku imovine fonda koji je uložio u udjele ili dionice drugog investicijskog fonda (čl. 101. st. 1. t. 11. ZIF).

⁴⁹ Otvoreni investicijski fond s javnom ponudom ne smije biti vlasnikom više od 10% dionica *s pravom glasa* jednog te istog izdavatelja, a također niti vlasnikom više od 10% dionica *bez prava glasa* jednog te istog izdavatelja. Taj udjel činio bi ga povezanom osobom u smislu čl. 2. ZIF. Isti limit vrijedi za dužničke vrijednosne papire izdane od jednog te istog izdavatelja. Limit od 25% vrijedi za stjecanje udjela u pojedinom investicijskom fondu. Limit od 10% vrijedi za instrumente tržišta novca jednog te istog izdavatelja, uz iznimku da to ograničenje ne primjenjuju na dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca koje izdaju osobe javnog prava (Republika Hrvatska, jedinica lokalne i područne samouprave Republike Hrvatske, država članica, jedinica lokalne uprave države članice, država koja nije članice Europske unije, međunarodna javna organizacija koje su jedna ili više država članice članice). Za zadnja tri ograničenja Zakon propisuje da se ona mogu zanemariti u trenutku ulaganja ako tada nije moguće izračunati ukupan broj ili vrijednost instrumenata u optjecaju (čl. 101. st. 1. t. 12. f ZIF).

7.2. Fondovi s privatnom ponudom

7.2.1. Otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom - sastav portfelja i ograničenja ulaganja

Prema čl. 136. ZIF, imovina otvorenoga investicijskog fonda s privatnom ponudom isključivo se može sastojati od prenosivih vrijednosnih papira, udjela ili dionica investicijskih fondova, instrumenata tržišta novca, depozita kod ovlaštenih banaka u Republici Hrvatskoj ili državi članici, ili nekoj drugoj državi, terminskih i opcijskih ugovora i drugih financijskih izvedenica, kojima se trguje na uređenim tržištima i/ili financijskih izvedenica kojima se trguje na drugim organiziranim tržištima (OTC), novčanih sredstava te instrumenata izdanih na temelju plemenitih metala i drugih robnih burzi. Posljednja kategorija dopustivi je objekt ulaganja samo za fondove s privatnom ponudom.⁵⁰

Propis čl. 137. ZIF regulira ograničenja ulaganja.

Kao prvo, imovina fonda mora se sastojati od barem šest različitih vrijednosnih papira, udjela ili dionica investicijskih fondova ili instrumenata tržišta novca, pri čemu tri od šest instrumenata s najvećim udjelom u vrijednosti imovine fonda ne smiju prelaziti 60% vrijednosti imovine fonda. Vrijednosni papiri, udjeli ili dionice investicijskih fondova jednog izdavatelja⁵¹ ili depoziti kod jedne depozitne institucije ne smiju prelaziti 20% vrijednosti svih vrijednosnih papira, udjela ili dionica investicijskih fondova ili depozita u fondu.

Prethodno navedena ograničenja ne vrijede za vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca izdavatelji (ili garanti) kojih su osobe javnog prava kao što su prije svega Republika Hrvatska ili jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave Republike Hrvatske, ali i druge države i njihove "jedinice lokalne uprave" te druge osobe međunarodnog javnog prava. Iz čl. 138. ZIF daje se iščitati da su prekoračenja ulaganja moguća ako se posebni uvjeti za prekoračenje ulaganja te rokovi ispunjenja ograničenja ulaganja opisu u prospektu i statutu fonda.

Fondovima je zabranjeno naplaćivati ulazno-izlaznu naknadu kod ulaganja u povezane fondove bilo da su oni povezani putem istog društva koje upravlja njima ili drugim oblicima povezanosti (zajednička uprava, vladajući utjecaj,

⁵⁰ Usporedi pod točkom 7.1.3. rada.

⁵¹ Osobe koje čine povezana društva prema Zakonu o trgovačkim društvima i Zakonu o investicijskim fondovima smatraju se jednim izdavateljem.

izravni ili neizravni međusobni udjeli i sl.). Također se preciziraju pravila o transparentnom isticanju maksimalne naknade za upravljanje pri ulaganju fondova u fondove u prospektu i godišnjim izvješćima fonda. Strategija ulaganja navodi se u prospektu u općim naznakama, ali i po vrsnoći, tj. društvo za upravljanje mora u prospektu fonda jasno naznačiti klase imovine i financijske instrumente / izvedenice u koje namjerava ulagati, kao i stupanj financijske izloženosti fonda i pripadajućih rizika koji proizlaze iz takve strategije ulaganja.

7.2.2. Otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom - sastav portfelja i ograničenja ulaganja

Prema čl. 212. ZIF imovina otvorenoga investicijskog fonda rizičnog kapitala s privatnom ponudom isključivo se može sastojati od udjela i dionica trgovačkih društava, novčanih sredstava i danih zajmova. Nije dopušteno ulaganje u vrijednosne papire koji su uvršteni na burzu s namjerom kratkoročnog trgovanja.

Čl. 213. ZIF regulira ograničenja ulaganja imovine i zaduživanje otvorenoga investicijskog fonda rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Kao prvo, u roku pet godina nakon osnivanja fonda, fond mora napraviti minimalno pet investicija u različite udjele ili dionice, s tim da udjeli ili dionice jednog izdavatelja ne smiju prelaziti 33% veličine fonda. U slučaju neispunjenja broja investicija, povjerenički odbor, koji ima značajnu ulogu kod ove vrste fondova, u roku 60 dana od isteka roka od pet godina od osnivanja fonda odabrat će novo društvo za upravljanje, s tim da broj investicija na dan isteka jedne godine nakon odabira novog društva za upravljanje ne može biti manji od pet. U protivnom će HANFA donijeti odluku o likvidaciji fonda.

Iduće ograničenje propisuje limit ulaganja u pojedini gospodarski sektor, što ne može iznositi više od 40% veličine fonda. Najviše do 75% veličine fonda fond može uzimati kredite, a dani depoziti bankama i uzeti krediti od banaka od strane fonda ne mogu se naplaćivati niti otplaćivati preuzimanjem udjela ili dionica izdavatelja koje su banke prethodno stekle u vlasništvo ili na njih imaju prethodno upisano založno pravo. I u pogledu te vrste fondova primjenjuje se presumpcija da se povezana društva smatraju jednim izdavateljem.

Društvo za upravljanje mora u prospektu fonda jasno naznačiti politiku ulaganja i klase imovine u koju namjerava ulagati, uključujući i stupanj financijske izloženosti fonda riziku koji proizlazi iz zaduživanja, a detaljniji propisi o ulaganju i prekoračenju ulaganja i zaduživanja otvorenih investicijskih

fondova rizičnog kapitala s privatnom ponudom uredit će se podzakonskim aktom HANFE.

8. ZAKLJUČAK

Novim ZIF-om izmijenjena su i upotpunjena pravila o sastavu portfelja za pojedine vrste fondova, a revidirana su i ograničenja ulaganja o kojima treba voditi računa. Pri dimenzioniranju ograničenja ulaganja važnu ulogu odigrali su europski propisi, tj. UCITS III, koji su međutim relevantni samo za otvorene investicijske fondove jer to predstavlja harmonizirani segment tržišta investicijskih fondova. S obzirom na to da je na hrvatskom tržištu broj otvorenih investicijskih fondova u porastu, između ostalog i zbog činjenice da su oslobođeni plaćanja poreza na dobit, utvrđivanje jasnih pravila igre za otvorene fondove je odlučujuće, prije nego što se pojave inozemni takmaci, a jednako je bitno urediti specifične vrste fondova kao što su fondovi koji nastoje replicirati neki indeks ili fondovi koji ulažu u fondove.

Drugi važan zaokret je krojenje fondova prema potrebama tzv. kvalificiranih ulagatelja. Te se osobe više ne mogu poistovjetiti s institucionalnim ulagateljem jer tim pojmom mogu biti obuhvaćene i fizičke osobe koje raspolažu imovinom i gotovim novcem u zakonom propisanim iznosima. S obzirom na to da je riječ o strateškim, unaprijed poznatim ulagateljima koji su voljni preuzeti veći ulagateljski rizik i prospekt fondova u koje oni ulažu, a mogu ulagati samo u fondove s privatnom ponudom, sadržava manje podataka, a broj članova takvog fonda ne smije nikada biti veći od 200. Ipak pojam kvalificiranog ulagatelja prema našem pravu nije harmoniziran s europskima pravom jer naš zakonodavac vezuje taj pojam samo uz imovni cenzus (koji nije usklađen), dok europsko pravo traži i ispunjenje drugih uvjeta za fizičku osobu. Tako labavi pojam kvalificiranog ulagatelja omogućuje stranim kvalificiranim ulagateljima prodor na hrvatsko tržište investicijskih fondova i uz ispunjenje nižih kriterija nego prema europskom pravu. S ulaskom RH u EU, strani menadžeri fondova svoje će proizvode moći nuditi na prekograničnoj osnovi pa je sazrijevanje i profiliranje kriterija koje moraju ispunjavati pojedini ulagatelji i fondovski proizvodi na hrvatskom tržištu uvjet opstanka za domaće fondove kad se počnu natjecati na jedinstvenom europskom tržištu. S obzirom na to da se i kvalificirani ulagatelji diverzificiraju prema tome ulažu li u otvorene fondove s privatnom ponudom ili ulažu u otvorene fondove rizičnog kapitala, za koji im je potreban

i veći imovni cenzus, s rastom rizičnosti ulaganja opada i broj ograničenja, pri čemu kod fondova rizičnog kapitala interese kvalificiranih ulagatelja zastupa posebno tijelo povjerenički odbor koji pod određenim uvjetima može i ima ovlast promijeniti društvo za upravljanje. Dok je, primjerice, kod zatvorenih fondova zabranjeno ulagati u udjele društva s ograničenom odgovornošću, kod otvorenih fondova s privatnom ponudom to nije slučaj, čak je ulaganje u uvrštene vrijednosne papire s namjerom kratkoročnog trgovanja isključeno. Ionako mali broj ograničenja ulaganja kod fondova s privatnom ponudom, može se mijenjati ako se posebni uvjeti prekoračenja ulaganja propišu u statutu i prospektu fonda. Iz toga proizlazi da su takvi oblici ulaganja doista *tailor-made*, tj. u potpunosti prilagođeni zahtjevima strateških ulagatelja.

U pogledu fondova koji se plasiraju javnom ponudom i usmjereni su prema širokoj ulagateljskoj publici, ograničenja ulaganja u pojedine dopustive predmete ulaganja fonda su brojna i nije ih jednostavno sistematizirati. Osim toga, postoji velik broj iznimaka od tih ograničenja, pogotovo kad je riječ instrumentima tržišta novca koje izdaje ili za koje jamči RH. Postoje razlike u ograničenjima ulaganja između otvorenih i zatvorenih fondova javnom ponudom.

Kod otvorenih fondova javnom ponudom, s obzirom na njihovu orijentaciju prema javnosti, kao i zbog okolnosti da je dokument o udjelu svakodobno unovčiv vrijednosni papir, ulaganja tih fondova usmjerena su u najlikvidnije financijske instrumente, tj. uvrštene vrijednosne papire, tako da se u neuvrštene vrijednosne papire može uložiti (u pravilu) najviše 10% neto vrijednosti imovine fonda. Brojna su pravila o diverzifikaciji portfelja koja imaju cilj smanjiti koncentraciju ulaganja prema jednom izdavatelju (također najviše 10% neto vrijednosti imovine fonda) ili smanjiti broj takvih izdavatelja plasmani kojih čine imovinu fonda veću od 5% neto vrijednosti imovine fonda. Posebna pravila vrijede u situacijama kad se ulaganje u vrijednosne papire ili financijske instrumente jednog izdavatelja kumulira s poslovima depozita kod istog subjekta ili s njim sklopljenim poslovima financijskih derivata, u kojem slučaju ukupna vrijednost svih tih ulaganja ne smije prijeći 20% neto vrijednosti imovine fonda. Pravilo "do 10%", osim u slučajevima ulaganja u vrijednosne papire kojih je izdavatelj ili za koje jamči RH ili druge osobe javnog prava, u nekim se situacijama omekšava ako je riječ o ulaganju u vrijednosne papire povezanih društava, pa se to pravilo transformira u pravilo "do 20%" jer da se za potrebe ograničenja ulaganja povezana društva smatraju jednim izdavateljem. Ipak, pojam povezanih društava prema ZIF-u širi je od onog prema ZTD-u. Zakonodavac također uređuje ograničenja ulaganja kod fondova koji nastoje

replicirati neki dionički indeks - kod takvih fondova postoji mogućnost da se u vrijednosne papire jednog izdavatelja može uložiti do 20% neto vrijednosti imovine fonda (a u iznimnim okolnostima maksimalno do 35% neto vrijednosti imovine fonda) ako je to prijeko potrebno za repliciranje tog indeksa. Proboj ograničenja sa 20% na 35% dopušten je samo za jednog izdavatelja. Pravilo "do 10%" kod otvorenih fondova ne primjenjuje se na depozite, ali vrijedi drugo ograničenje, jer se najviše 20% neto vrijednosti imovine fonda može položiti kao depozit u jednu banku. Isti postotak ograničenja vrijedi za ulaganje fondova u udjele ili dionice jednog investicijskog fonda. Međutim, najviše 30% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u fondove privatnom ponudom, jer kod takvih fondova ulagatelji preuzimaju veći rizik.

Kod zatvorenih fondova javnom ponudom, koji su dionička društva, za vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca jednog izdavatelja vrijedi pravilo "do 15% neto vrijednosti imovine fonda".

Od pravila "do 15%" postoje određene vrlo značajne iznimke. Pri ulaganju u vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca kojih je izdavatelj ili za koje jamči Republika Hrvatska ili jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave Republike Hrvatske i druge osobe javnog prava može se ulagati i više od 35% imovine fonda. Kako nije propisan gornji limit takvih ulaganja, proizlazi da je ulaganje u takve vrijednosne papire moguće i do 100% imovine fonda. Jedino što zakonodavac ipak traži nekakvu disperziju tih ulaganja ("barem šest različitih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca, kao i da vrijednost niti jednoga pojedinoga toga vrijednosnog papira ili instrumenta tržišta novca ne prelazi 30% imovine fonda"). Pravila o ograničenjima ulaganja fondova koji nastoje replicirati neki dionički indeks identična su kao i za otvorene fondove, kao i pravila koja vrijede za vrijednosne papire povezanih društava. Isto vrijedi za depozitne poslove s jednom bankom, ulaganje fonda u fondove i sl.

Najznačajnija je razlika pri ulaganju u neuvrštene vrijednosne papire. Dok je kod otvorenih fondova ograničenje ulaganja načelno postavljeno na "do 10%", kod zatvorenih fondova, ako fond više od 40% svoje neto vrijednosti imovine namjerava uložiti u neuvrštene vrijednosne papire, to se mora istaknuti u tvrtci. Kako su zatvoreni fondovi jedini pravno dopustivi oblik fondovskog ulaganja u nekretnine, zakonodavac zahtijeva da zatvoreni fond koji namjerava najmanje 60% neto vrijednosti imovine fonda uložiti u nekretnine mora tu ulagačku orijetanciju vidljivo istaknuti u tvrtci.

Svojstvo zatvorenog fonda nosi sa sobom pravnu osobnost, upis u sudski registar, ustrojstvo organa koje inače ima dioničko društvo, uz poštovanje po-

sebnih odredbi ZIF-a. To nosi sa sobom i uvrštenje na burzu, s time povezane troškove i povećanu dozu transparentnosti koju imaju javna dionička društva. Osnivanje i upravljanje otvorenim fondovima čini se jednostavnijim i jeftinijim, to više što društvo za upravljanje fondom može biti i u formi društva s ograničenom odgovornošću, iako temeljni kapital daleko premašuje iznos potreban za osnivanje društva s ograničenom odgovornošću (čl.22. ZIF). Otvoreni fond upisuje se u registar fondova, a njime upravlja društvo za upravljanje fondom, koje, ako nije dioničko društvo, ne kotira na burzi. U svakom slučaju otvoreni fond je u početku opterećen manjim brojem troškova, pa je u smislu ukupne gospodarske učinkovitosti svakako preferirani odabir za društvo koja njime upravlja, a ulagatelji se lakše odlučuju za te fondove zbog mogućnosti svakodobne isplate dokumenta o udjelu.

U novije vrijeme niču fondovi visokih prinosa iza kojih stoji kapital pojedinaца, a ne financijski konglomerati. Upitno je u kojoj se mjeri oni mogu nositi s fondovima iza kojih stoji bankovni kapital odnosno u kojoj mjeri mogu neutralizirati rizike koji su specifični za ovaj segment financijske industrije, pogotovo ako je riječ o fondovima s javnom ponudom. Međutim, da investicijski fondovi definitivno ulaze u dioničarsku strukturu, jasno je iz podataka o 10 najvećih vlasnika vrijednosnih papira izdavatelja koji je podatak dostupan javnosti iz depozitorija SDA. Možda je o značenju tog oblika mobilizacije kapitala ilustrativan navod iz članka objavljenog u studenom 2005. godine⁵² u kojem se tvrdi: "Prije samo godinu dana teško je bilo u podacima o prvih deset dioničara vidjeti hrvatske otvorene investicijske fondove, a danas je neobično naći dioničko društvo među čijim najvećim dioničarima nema niti jednog fonda".

⁵² Citirano prema: Dokonal, Tihomir, vidi www.bankamagazine.hr, stranica posjećena 5. srpnja 2006.

Summary

Edita Čulinović Herc *

THE POSITION OF (QUALIFIED) INVESTORS AND NEW FORMS OF INVESTMENT ACCORDING TO THE LAW ON INVESTMENT FUNDS

The New Law on Investment Funds has changed the rules of the portfolio composition for some types of funds, and has regulated in detail the limits of investments that should be taken into account. It is based on the European model, provided by the so-called UCITS III which harmonizes the law of open investment funds. Innovative is also the tailoring of funds according to the needs of the so-called qualified investor. These persons can no longer be identified with institutional investors because the concept includes physical persons having property and cash in the amounts prescribed by the law. However, the concept of qualified investor in Croatian law has not been harmonized with EU law because the Croatian legislator relates the concept only with property qualification (which has not been harmonized), while EU law requires the fulfilment of other conditions for the physical person. The loosely defined concept of qualified investor enables foreign qualified investors to break into the Croatian investment fund market although the criteria they fulfil are below the level of European law. When Croatia becomes a member of the EU, foreign fund managers will be able to offer their products on the cross-border basis, so that the definition of criteria which individual investors and fund products have to fulfil on the Croatian market is the basic prerequisite for the survival of Croatian funds when they enter competition on the common European market. Regarding the open funds invested by public bid which are directed to a wide range of investors, limited investments into individual permissible objects of fund investment are numerous and therefore not easily systematized. Due to their orientation to the public, and given the fact that the share document can be turned into cash at any time, investments of open funds by public bid are oriented towards the most solvent financial instruments (as a rule, max. 10% of the net value of a fund's property). In the case of closed funds by public bid, which are joint stock companies, the rule of max. 15% of the net value of fund property applies for bonds or instruments of the money market of a single issuer, although there are many exceptions. Closed funds have legal personality; they are included in the Register of Companies and

* Edita Čulinović-Herc, Ph. D., Professor, Faculty of Law, University of Rijeka, Hahlić 6, Rijeka

have organs which are otherwise characteristic of joint stock companies. Such (public) joint stock companies have to be included in the stock exchange, which means that it is additionally open to public scrutiny. This is why the establishment and management of open funds seems to be simpler and cheaper, even more so because a fund management company can be in the form of a limited liability company although the original capital exceeds by far the amount which is necessary for the establishment of a limited liability company. Unless an open fund is a joint stock company, it is not admitted to the stock exchange. The open fund is burdened with less expenses from the start, so that it is a preferred choice for its managing company in the sense of its overall economic efficiency, while investors opt more easily for these funds because of the possibility of disbursement of the share document at any time. Since high profit funds based on individual capital, rather than financial conglomerates, have recently appeared in large numbers, the question is to what extent they can cope with funds based on the bank capital and to what extent they can neutralize the risks specific for this segment of the financial industry. The trend, however, is the entry of investment funds into the joint-stock structure which is evident from the data on 10 largest owners of bonds from the depository of SDA. It will be interesting to see to which extent the pressure "to maximize the fund profit" that fund managers are exposed to will be reflected on the management of joint stock companies into whose shares the fund has invested, especially if funds have a larger share in the original capital of a joint stock company.

Key words: investment funds, qualified investors, UCITS III, Law on investment funds

Zusammenfassung

Edita Čulinović-Herc *

DIE POSITION VON (QUALIFIZIERTEN) ANLEGERN UND NEUE ANLAGEFORMEN NACH DEM INVESTMENTFONDSGESETZ

Das neue Investmentfondsgesetz beinhaltet neue Regeln zur Portfoliozusammensetzung für die jeweiligen Fondstypen und schreibt detailliert vor, welche Anlagebeschränkungen zu beachten sind. Dabei wurde das europäische Modell, das so genannte UCITS III,

* Dr. Edita Čulinović-Herc, Professorin an der Juristischen Fakultät in Rijeka, Hahlić 6, Rijeka

zugrundegelegt, das zur Angleichung der Vorschriften über die offenen Investmentfonds führte. Eine Neuheit ist auch die Anpassung der Fonds an die Bedürfnisse der so genannten qualifizierten Anleger. Diese Personen können nicht mehr mit institutionellen Anlegern gleichgesetzt werden, weil es sich auch um natürliche Personen handeln kann, sofern sie über die gesetzlich vorgeschriebenen Vermögens- und Bargeldebeträge verfügen. Dennoch ist der Begriff des qualifizierten Anlegers im kroatischen Recht nicht mit dem im europäischen Recht harmonisiert, weil der kroatische Gesetzgeber diesen Begriff ausschließlich an die (nicht angepassten) Vermögensanforderungen bindet, während das europäische Recht von natürlichen Personen auch die Erfüllung anderer Voraussetzungen verlangt. Ein so großzügiges Verständnis des qualifizierten Anlegers ermöglicht ausländischen qualifizierten Anlegern einen massiven Eintritt auf den kroatischen Investmentfondsmarkt bei Erfüllung geringerer Anforderungen als nach europäischem Recht. Mit dem EU-Beitritt Kroatiens werden ausländische Fondsmanager ihre Produkte grenzüberschreitend anbieten können, weshalb nur die Reifung und Profilierung der Kriterien für Anleger und Fondsprodukte auf dem kroatischen Markt den Bestand der inländischen Fonds ab dem Zeitpunkt sichern kann, in dem sie in den Wettbewerb auf dem europäischen Binnenmarkt eintreten. Für über öffentliches Angebot funktionierende Fonds, die auf ein breites Anlegerpublikum ausgerichtet sind, gibt es zahlreiche Anlagebeschränkungen für die jeweiligen zulässigen Anlagegegenstände, was eine systematische Darstellung erschwert. Bei offenen Fonds, die über öffentliche Angebote funktionieren, sind wegen ihrer Ausrichtung auf die Öffentlichkeit und der Tatsache, dass der Anteilschein ein jederzeit veräußerbares Wertpapier darstellt, die Anlagen dieser Fonds auf die in höchstem Maße liquiden Finanzinstrumente orientiert, d.h. auf notierte Wertpapiere, so dass (in der Regel) in nichtnotierten Wertpapieren höchstens 10% des Gesamtnettowerts des Fondsvermögens angelegt sein darf. Bei geschlossenen Fonds über öffentliches Angebot, die Aktiengesellschaften sind, gilt für Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente eines Emittenten die Regel „bis zu 15% des Gesamtnettowerts des Fondsvermögens“, obwohl dazu auch sehr viele Ausnahmen zu verzeichnen sind. Geschlossene Fonds sind juristische Personen, werden in das Handelsregister eingetragen und verfügen über die üblicherweise einer Aktiengesellschaft zugehörigen Organe. Eine solche (öffentliche) Aktiengesellschaft muss börsennotiert sein und handelt somit unter dem wachsamen Auge der Öffentlichkeit. Daher erscheint die Gründung und Verwaltung eines offenen Fonds einfacher und billiger, umso mehr als die Kapitalanlagegesellschaft auch die Rechtsform einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung haben kann, obwohl das Stammkapital das vorgeschriebene Gründungskapital für eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung bei weitem übersteigt. Wenn ein offener Fonds keine Aktiengesellschaft ist, ist er nicht an der Börse notiert. Ein offener Fonds ist von Anfang an mit geringeren Kosten belastet und daher im Sinne der gesamtwirtschaftlichen

Leistungsfähigkeit sicher die erste Wahl für die Kapitalanlagegesellschaft. Die Anleger wiederum entscheiden sich eher für diese Fonds, weil sie sich ihren Anteilschein jederzeit auszahlen lassen können. Das in neuerer Zeit zu beobachtende verstärkte Auftreten von Investmentfonds mit hohen Renditen, hinter denen das Kapital von Einzelpersonen steht und nicht Finanzkonglomerate, wirft die Frage auf, ob sie den Wettbewerb mit Fonds, hinter denen das Kapital von Banken steht, aufnehmen beziehungsweise in welchem Maße sie die für dieses Segment der Finanzindustrie spezifischen Risiken neutralisieren können. Was man jedoch definitiv als Trend feststellen kann, ist der Eintritt von Investmentfonds in die Aktionärsstruktur, wie aus den Angaben der kroatischen Zentralen Depotanstalt zu den 10 größten Wertpapierinhabern zu entnehmen ist. Daher wird es interessant sein zu verfolgen, inwiefern sich der Druck der "Renditemaximierung", dem die Fondsmanager ausgesetzt sind, auf den Vorstand der Aktiengesellschaft, in deren Aktien der Fonds investiert hat, übertragen wird, insbesondere wenn die Beteiligung des Fonds am Grundkapital der Aktiengesellschaft erheblich ist.

Schlüsselwörter: Investmentfonds, qualifizierte Anleger, UCITS III, Investmentfondsgesetz

