

Edita Čulinović-Herc
Dionis Jurić
Mihaela Braut Filipović
Nikolina Grković

PRAVNO UREĐENJE UCITS FONDOVA NA TRŽIŠTU KAPITALA

Uredila
Edita Čulinović-Herc



Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

Edita Čulinović-Herc, Dionis Jurić, Mihaela Braut Filipović,
Nikolina Grković

PRAVNO UREĐENJE UCITS FONDOVA
NA TRŽIŠTU KAPITALA

Uredila
Edita Čulinović-Herc

Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci
Rijeka, 2013.

ZAVOD ZA PRAVO DRUŠTAVA I FINANCIJSKO PRAVO
PRAVNOG FAKULTETA SVEUČILIŠTA U RIJECI

Urednica knjige:

Prof. dr. sc. Edita Čulinović-Herc

Recenzenti:

Prof. dr. sc. Siniša Petrović

Prof. dr. sc. Nada Bodiroga Vukobrat

Copyright © 2013

Edita Čulinović-Herc, Dionis Jurić, Mihaela Braut Filipović,
Nikolina Grković (sva prava pridržana)

Nakladnik: Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Hahlić 6
(za nakladnika: prof. dr. sc. Eduard Kunštek)

Lektorica: Dejana Golenko, prof.

Fotografija na ovitku: Želimir Gržančić

Priprema i tisak: Futura d.o.o., Rijeka

Knjiga je odobrena kao sveučilišni udžbenik Odlukom Povjerenstva za
izdavačku djelatnost Sveučilišta u Rijeci o izdavanju sveučilišnih izdanja,
Klasa: 602-09/13-01/18, Urbroj: 2170-57-05-13-2 od 3. prosinca 2013. godine.

CIP zapis dostupan u računalnom katalogu Sveučilišne knjižnice Rijeka pod
brojem 130401084.

ISBN 978-953-6597-89-5

PREGLED SADRŽAJA

<i>Predgovor</i>	V
<i>Sadržaj</i>	
Glava I UVOD Edita Čulinović-Herc	1
Glava II POVIJESNI RAZVOJ I PRAVNI IZVORI Edita Čulinović-Herc, Nikolina Grković	23
Glava III UCITS FONDOVI I POLOŽAJ ULAGATELJA Edita Čulinović-Herc	103
Glava IV DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE UCITS FONDOVIMA Edita Čulinović-Herc, Dionis Jurić, Nikolina Grković	187
Glava V DEPOZITAR Edita Čulinović-Herc, Mihaela Braut Filipović, Nikolina Grković	275
<i>Ključni pojmovi s objašnjenjem</i>	361
<i>Kratice</i>	367
<i>Literatura</i>	375
<i>Abeecedno kazalo pojmova</i>	407
<i>O autorima</i>	421

Predgovor

Ova knjiga nastala je u sklopu rada na znanstvenoistraživačkom projektu "Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga" (projekt MZOŠ br. 115-1151212-2498). Ideja je bila da se radovi istraživača na projektu objedine u knjigu koja bi mogla istodobno poslužiti kao sveučilišni udžbenik, prije svega na predmetu Bankarsko i burzovno pravo koji se izvodi na petoj godini integriranog sveučilišnog studija prava, ali i za potrebe drugih specijaliziranih predmeta na poslijediplomskim studijima Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci. Tijekom izrade ove knjige mijenjala se i brusila njezina konačna koncepcija, dijelom izazvana time što se tijekom pisanja značajno izmijenilo pravno uređenje investicijskih fondova, kao rezultat usklađivanja hrvatskoga prava s pravom EU-a.

U trenutku predaje ovoga rukopisa na snazi su već dva nova zakona koja uređuju materiju investicijskih fondova: Zakon o otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom i Zakon o alternativnim investicijskim fondovima. To je posljedica načina uređenja ove materije na razini EU-a: UCITS fondovi (otvoreni investicijski fondovi javnom ponudom) regulirani su UCITS direktivama. Alternativni investicijski fondovi (a to su svi ne-UCITS fondovi) dugi su se niz godina razvijali slobodno u domeni nacionalnoga zakonodavstva država članica EU-a i nije postojao interes za njihovom harmonizacijom. No to se promijenilo s nastupom posljednje financijske krize. Smatralo se da su menadžeri tih fondova zbog korištenja dinamičnih tehnika ulaganja, kao i zbog prekomjernog korištenja instrumenata za prijenos rizika doprinijeli eskalaciji financijske krize, koja je nepovoljno djelovala na sigurnost i stabilnost financijskog sustava država članica EU-a. Najnovije inicijative uređenja ove materije na europskoj razini, opet su uzrokovane događajima "na terenu", odnosno eskalacijom Madoffovog financijskog skandala u koji su bili upleteni i EU UCITS fondovi. To ukazuje na činjenicu da je tržište kapitala globalno i da ne poznaje državne granice. Nova reforma UCITS zakonodavstva usmjerena je na dodatno povećanje zaštite ulagatelja. Kako su UCITS fondovi značajan oblik štednje stanovništva u državama članicama EU-a, gubitak povjerenja malih ulagatelja je rizik kojeg europski zakonodavac pod svaku cijenu želi izbjeći.

U ovoj knjizi nastojalo se obraditi upravo UCITS fondove koji su po definiciji okrenuti javnosti i koji teže najvećem stupnju zaštite ulagatelja. U uvodnom dijelu, odnosno u prvoj glavi objašnjava se širi regulatorni kontekst i pitanja koja su od općeg značaja za sve sudionike tržišta

kapitala, i one na strani ponude i one na strani potražnje pri čemu su investicijski fondovi, odnosno društva koja njima upravljaju pojavljuju u ulozi financijskih posrednika. Druga glava obrađuje pravne izvore u komparativnom zakonodavstvu pri čemu se nastojalo odabrati sustave koji prednjače u pravnom uređenju. Tomu je dodan i prikaz postupnog razvoja europskog prava. Iz njega je vidljivo kojim je pitanjima bio zaokupljen europski zakonodavac u pojedinim etapama razvoja zajedničkog unutarnjeg tržišta, s obzirom na to da prva UCITS Direktiva datira još iz 1985. godine. Na kraju druge glave daje se pregled razvoja uređenja investicijskih fondova u RH, kao i osobitosti tog uređenja.

Treća, četvrta i peta glava knjige bave se unutarnjom strukturom pravnog posla ulaganja u investicijske fondove budući da se radi o pravnim odnosima unutar, tzv. investicijskog trokuta. Ulagatelj koji ulaže u investicijski fond sklapa ugovor o ulaganju s društvom za upravljanje investicijskim fondom te mu prepušta upravljanje nad imovinom fonda kojoj taj ulog prirasta. Zauzvrat ulagatelj dobiva udjel u zasebnoj imovini fonda, koji je nematerijalizirani financijski instrument. Budući da je riječ o otvorenom fondu bez pravne osobnosti, zasebna imovina fonda poseban je imovinskopravni entitet i ona se odvojeno vodi i od imovine društva za upravljanje i od imovine depozitara. Depozitar na temelju ugovora kojeg sklapa s društvom za upravljanje, drži tu zasebnu imovinu fonda u pohrani. Osoba depozitara i njegove funkcije u investicijskom poslu razlikuju se od funkcija koje ima društvo za upravljanje, iako oni zbog prirode posla surađuju na dnevnoj osnovi. Taj multiplicitet odnosa koji nastaje povodom ulaganja u investicijski fond otvara niz pitanja, jer se pri njegovoj realizaciji može pojaviti veliki broj sudionika. Kada se tomu još doda mogućnost delegacije funkcija društva za upravljanje i depozitara trećim osobama, važno je da postoje jasna pravila tko je za što odgovoran. Zapadne li jedan od sudionika u stanje insolventnosti ili nad istim bude otvoren stečajni postupak, to povećava pravnu nesigurnost ulagatelja, koju zakonodavac teži spriječiti i pravno urediti.

To su neka od važnijih pitanja koja se nastojalo obraditi u ovoj knjizi, tumačeći zakonska rješenja u skladu s legislativnim uzorima, prvenstveno u skladu s europskim pravom, ali uvažavajući i tendencije koje se uočavaju u komparativnom pravu i sudskoj praksi. Knjiga je namijenjena studentima kao sveučilišni udžbenik na sveučilišnom integriranom studiju prava, ali i kao udžbenik za razne specijalističke predmete na poslijediplomskoj razini. Također se nadamo da će biti korisna stručnjacima različitih profila, koji se profesionalno bave investicijskim fondovima kao oblikom ulaganja ili u sudskim i drugim postupcima odlučuju o pravima i obvezama sudionika ovog pravnog posla.

Koristimo priliku zahvaliti se svima onima koji su nam pomogli u ostvarenju ovog projekta. Na prvom mjestu recenzentima prof. dr. sc. Siniši Petroviću i prof. dr. sc. Nadi Bodiropi Vukobrat koji su nam korisnim i konkretnim savjetima pomogli da dotjeramo ovaj rukopis i način njegove prezentacije. Zahvaljujemo se članovima projektnog tima već spomenutog projekta MZOŠ-a koji su svojim radovima na temu investicijskih fondova utrljali put za izradu ove knjige. Također se zahvaljujemo dragim kolegicama i kolegama koji su imali strpljenja s nama raspravljati o prijepornim pitanjima na koja smo nailazili – osobito prof. dr. sc. Jasnici Garašić i doc. dr. sc. Gabrijeli Mihelčić. Posebno se zahvaljujemo pravnim i ekonomskim stručnjacima iz domene investicijskog bankarstva i predstavnicima investicijskih fondova koji su nam također pomogli u raščišćavanju dvojbi i razumijevanju tehnološke pozadine transakcije. Većina njih bili su članovi dviju radnih skupina – za izradu Zakona o otvorenim investicijskim fondovima i Zakona o alternativnim investicijskim fondovima Ministarstva financija RH u čijem je radu sudjelovala i urednica ove knjige. Pri tom se posebno zahvaljujemo kolegicama Morani Derenčinović Ruk i Neveni Crnici.

Knjigu posvećujemo našem pokojnom profesoru Petru Simonettiju, koji je bio uzor znanstvene erudicije i humanosti i koji je u vrijeme svog djelovanja na Pravnom fakultetu u Rijeci bezrezervno podržavao mlade nastavnike i s velikim žarom prenosio na njih svoj znanstveni i stručni entuzijazam.

U Rijeci, 7. studenoga 2013.

Autori

SADRŽAJ

GLAVA I.

UVOD

1. Uloga investicijskih fondova na tržištu kapitala	3
2. Nestajanje sektorskih granica i problem nadzora	7
3. Oblikovanje proizvoda prema zahtjevima klijenata	9
4. Utjecaj europskog prava i nove financijske arhitekture	13
5. Prevencija i sankcioniranje anomalija	16

GLAVA II.

POVIJESNI RAZVOJ I PRAVNI IZVORI

1. Povijesni razvoj investicijskih fondova	25
1.1. Preteče modernih investicijskih fondova	25
1.2. Razvoj pravnih oblika investicijskih fondova	27
2. Pravni izvori	31
2.1. Usporedno pravo i pravo RH	31
2.1.1. Velika Britanija	31
2.1.2. SAD	34
2.1.3. Njemačka	37
2.1.4. Italija	41
2.1.5. Austrija	43
2.1.6. Slovenija	44
2.1.7. Luksemburg	46
2.1.8. Francuska	49
2.1.9. Republika Hrvatska	53
2.1.9.1. Postupan razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova	53

2.1.9.2. Preuzimanje nove pravne stečevine EU-a	56
2.1.9.3. Vrste fondova prema ZOIFJP-u i ZAIF-u	58
2.1.9.4. Razlikovanje fondova prema načinu prikupljanja kapitala	60
2.1.9.5. Razlikovanje fondova prema posebnoj namjeni	61
2.1.9.6. Atipični investicijski fondovi	62
2.1.9.7. Ostali kriteriji razlikovanja fondova	63
2.1.9.8. Uređenje nadzornih ovlasti HANFE	64
2.1.9.9. Suradnja HANFE s nadzornim tijelima država članica i tijelima EU-a	66
2.2. Europsko pravo	69
2.2.1. Postupan razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova	69
2.2.2. UCITS III	71
2.2.2.1. UCITS III – Direktiva o proizvodu	73
2.2.2.2. UCITS III – Direktiva o upravljanju	77
2.2.3. Direktiva o dopuštenim ulaganjima investicijskih fondova	88
2.2.4. UCITS IV Direktiva	89
2.2.5. AIFM Direktiva	91
2.2.6. Prijedlog UCITS V Direktive	96

GLAVA III.

UCITS FONDOVI I POLOŽAJ ULAGATELJA

1. Pojam i vrste UCITS fondova	105
2. Temeljna obilježja UCITS fondova i položaj ulagatelja	106
2.1. Udjel UCITS fonda kao nematerijalizirani financijski instrument	106
2.2. Stjecanje udjela	108
2.2.1. Originarno stjecanje	108
2.2.1.1. Osobe ovlaštene nuditi udjele i predugovorne informacije	109
2.2.1.2. Način i vrijeme sklapanja ugovora o ulaganju	111
2.2.1.3. Pravna narav upisa u registar udjela	113
2.2.1.4. Računanje roka za odbijanje ponude	118
2.2.1.5. Odredbe o cijeni udjela	119
2.2.2. Derivatивно stjecanje	121

3. Stvarnopravno pripadanje zasebne imovine fonda	123
3.1. Koncept zasebne imovine fonda	123
3.2. Sastav zasebne imovine fonda	124
3.3. Koncept <i>zajedničke</i> zasebne imovine	126
3.4. Ovlast procesnopravne zaštite zasebne imovine	129
3.5. Prijepori o odabiru vlasničkog modela na zasebnoj imovini fonda	131
4. Prava iz udjela u UCITS fondu	133
4.1. Pravo na otkup udjela	133
4.2. Pravo zamjene udjela	135
4.3. Pravo na obaviještenost	135
4.3.1. Obveza dostave prospekta	135
4.3.1.1. Općenito o obvezi izrade, objave i dostave prospekta	135
4.3.1.2. Odgovornost za točnost i potpunost prospekta i drugih objava	137
4.3.1.2.1. Društvo za upravljanje kao odgovorna osoba	137
4.3.1.2.2. Odgovornost na temelju pretpostavljene krivnje	138
4.3.1.2.3. Odgovornost iz prospekta prema njemačkom pravu	139
4.3.1.2.4. Odgovornost iz prospekta u sudskoj praksi SAD-a	141
4.3.2. Pravila investicijskog fonda	146
4.3.3. Ključni podaci za ulagatelje	147
4.3.4. Godišnje i polugodišnje financijsko izvješće	149
4.3.5. Druge objave i obavijesti ulagateljima	150
4.4. Pravo na udio u dobiti	150
4.5. Pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske mase	151
4.6. Posebna prava pri statusnim promjenama UCITS fonda	152
4.6.1. Prava imatelja udjela prije provedbe statusne promjene	154
4.6.2. Postupak koji prethodi provedbi statusne promjene	155
4.6.3. Provedba statusne promjene	157
5. Portfelj UCITS fonda – dopuštena ulaganja i ograničenja	158
5.1. Prenosivi vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca	160
5.1.1. Vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca kojima se trguje na uređenom tržištu	160

5.1.2. Vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca kojima se ne trguje na uređenom tržištu	163
5.2. Udjeli drugih investicijskih fondova	164
5.3. Depoziti i novac na računima	167
5.4. Izvedeni financijski instrumenti	167
5.5. Tehnike i instrumenti koji se koriste radi učinkovitog upravljanja portfeljem	170
5.6. Ukupna izloženost i dopuštena prekoračenja	170
6. Posebno strukturirani UCITS fondovi	171
6.1. Oblici strukturiranja UCITS fonda	172
6.2. <i>Master feeder</i> strukture (glavni i napajajući fond)	172
6.2.1. Temeljna obilježja glavnog i napajajućeg fonda	175
6.2.2. Osnivanje i početak rada	177
6.2.3. Zaštita prava ulagatelja napajajućeg fonda	179
6.2.4. Sporazumi o razmjeni informacija	181
6.2.5. Posebna pravila za glavne i napajajuće fondove i njihova društva za upravljanje	182
6.2.6. Utjecaj likvidacije i statusnih promjena glavnog investicijskog fonda na napajajući investicijski fond	183
6.2.7. Prekogranična ulaganja i primjena mjerodavnog prava	185

GLAVA IV.

DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE UCITS FONDOVIMA

1. Pojam i temeljna obilježja društva za upravljanje UCITS fondovima	191
2. Predmet poslovanja	193
3. Mogućnost delegacije poslova društva za upravljanje	196
4. Tvrtka i temeljni kapital	199
5. Odnosi povezanosti	201
5.1. Povezanost s depozitarom i poddepozitarom	202
5.2. Povezanost s investicijskim društvom, kreditnom institucijom i drugim subjektima nadzora HANFE	204
5.3. Uska povezanost i stjecanje kvalificiranih udjela u društvu za upravljanje	206

6. Uvjeti koje treba ispunjavati član društva	210
7. Organi društva za upravljanje	213
7.1. Posebnosti uređenja uprave društva	213
7.2. Posebnosti uređenja nadzornog odbora	217
8. Organizacijski zahtjevi	218
8.1. Opći organizacijski zahtjevi	218
8.2. Sustav upravljanja rizicima	219
8.3. Zahtjev usklađenosti s relevantnim propisima	220
8.4. Sustav interne revizije	240
8.5. Politike nagrađivanja	221
8.6. Izbjegavanje sukoba interesa	222
8.7. Postupanje s poslovnom dokumentacijom društva	223
8.8. Internetska stranica društva za upravljanje	224
9. Odobrenje za obavljanje djelatnosti	225
9.1. Izdavanje odobrenja	225
9.2. Prestanak važenja odobrenja	226
9.3. Oduzimanje odobrenja	227
9.4. Prijenos poslova na drugo društvo za upravljanje	229
10. Obveze u obavljanju djelatnosti	232
10.1. Načelo savjesnosti i poštenja te dužnost primjene pažnje dobrog stručnjaka	233
10.2. Načelo likvidnosti i solventnosti	235
10.3. Nastupanje u pravnom prometu	237
10.4. Obveze pri trgovanju udjelima	237
10.5. Dužnost suradnje s depozitarom i HANFOM	241
11. Posebnosti pri pružanju pomoćnih usluga	242
11.1. Usklađivanje s kapitalnim i organizacijskim zahtjevima	243
11.2. Usklađivanje uvjeta poslovanja i pravila poslovnog ponašanja	244
11.2.1. Razvrstavanje klijenata	244
11.2.2. Način pružanja pomoćnih usluga	245
11.3. Članstvo u Fondu za zaštitu ulagatelja	248
11.4. Primjena odredbi o nadzoru HANFE	249
12. Ograničenja i zabrane u poslovanju	249
12.1. Zabrana posredovanja u kupnji i prodaji vrijednosnih papira	250

12.2. Zabrana raspolaganja imovinom fonda za svoj račun / račun relevantnih osoba	250
12.3. Povrede dopustivog sastava portfelja fonda i prekoračenje ograničenja ulaganja	251
12.4. Zabrana preferiranja pojedinog fonda kojim upravlja i otuđivanja portfelja pod netržišnim uvjetima	252
12.5. Zabrana obvezivanja u odnosu na buduću imovinu fonda	252
12.6. Zabrana odobravanja ili uzimanja zajmova i jamčenja imovinom fonda	252
12.7. Zabrana stjecanja značajnog udjela u glasačkim pravima ili kapitalu pojedinog izdavatelja	253
13. Odgovornost društva za upravljanje	255
14. Rješavanje pritužbi i sporova s ulagateljima	258
15. Prekogranično pružanje usluga	259
15.1. Razvoj EU putovnice društva za upravljanje (UCITS III Direktiva)	259
15.2. EU putovnica prema UCITS IV Direktivi	262
15.3. Uređenje prekograničnog pružanja usluga u RH	265
15.3.1. Društvo za upravljanje sa sjedištem u RH koje pruža usluge u državi članici EU-a ili u trećoj državi	266
15.3.2. Društvo za upravljanje sa sjedištem u državi članici EU-a ili trećoj državi koje pruža usluge u RH	268
15.3.3. Posebna pravila za prekogranično trgovanje udjelima UCITS fondova	270
15.3.3.1. Trgovanje udjelima na području RH	270
15.3.3.2. Trgovanje udjelima iz RH u državi članici	272
15.3.3.3. Trgovanje udjelima iz RH u trećoj državi	272

GLAVA V.

DEPOZITAR

1. Pojam i uloga depozitara	277
2. Uvjeti koje mora ispunjavati depozitar	278
3. Pravni položaj depozitara u investicijskom trokutu	283
4. Obveze i ovlasti depozitara	286
4.1. Opća načela o načinu postupanja pri izvršavanju obveza	286
4.2. Obveze u svezi s pohranom zasebne imovine UCITS fonda	287

4.3. Obveze u svezi s odjeljivanjem zasebne imovine UCITS fonda	292
4.4. Nadzorne ovlasti depozitara u odnosu na društvo za upravljanje	294
4.4.1. Ovlasti depozitara povezane s udjelima i osiguranje zakonitog korištenja prihoda / zaračunavanja troškova UCITS fondu	297
4.4.2. Ovlast kontrole poštuju li se investicijski ciljevi i ograničenja ulaganja	297
4.4.3. Ovlasti vezane uz izračun neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijenu udjela	298
4.5. Servisno-tehničke ovlasti (sa ili bez nadzornih ovlasti)	299
4.6. Dužnosti vezane uz pristup (i razmjenu) podataka	301
4.7. Dužnost izvještavanja i prijave nepravilnosti ili kršenja propisa	301
5. Delegacija poslova pohrane poddepozitaru	302
5.1. Uvjeti koje mora ispuniti poddepozitar	302
5.2. Daljnja delegacija poslova (pohrane) trećoj osobi	305
5.3. Obveze depozitara po izvršenoj delegaciji	307
5.3.1. Dostava podataka HANFI i društvu za upravljanje	307
5.3.2. Dužnost kontinuiranog nadzora nad poddepozitarom	308
5.3.3. Objava promjene u prospektu i u ključnim informacijama za ulagatelje	311
6. Promjena depozitara	312
6.1. Promjene depozitara do kojih dolazi temeljem upravnih akata HANFE	312
6.1.1. Oduzimanje suglasnosti HANFE na izbor depozitara	312
6.1.2. Nalaganje društvu za upravljanje da promjeni depozitara	313
6.2. Promjene depozitara voljom ugovornih strana	314
6.2.1. Prestanak obavljanja poslova depozitara voljom depozitara	314
6.2.2. Prestanak obavljanja poslova depozitara voljom društva za upravljanje	316
7. Odgovornost depozitara	317
7.1. Uređenje odgovornosti i odnos prema legislativnim uzorima	317
7.2. Osnova odgovornosti depozitara	319
7.2.1. Prekršajna odgovornost depozitara	319
7.2.2. Građanskopravna odgovornost depozitara	320

7.3. Utjecaj vrste imovine i načina njezine pohrane na odgovornost depozitara	323
7.3.1. Objektivna odgovornost depozitara i ekskulpacijski razlozi	323
7.3.2. Subjektivna odgovornost depozitara	328
7.4. Posebno o odgovornosti depozitara u slučaju delegacije	329
7.5. Procesnopravni položaj ulagatelja prema depozitaru	333
7.5.1. Pravo na izravno podnošenje tužbe za naknadu štete ulagatelja prema depozitaru	334
7.5.2. Supsidijarnost prava ulagatelja na izravno podnošenje tužbe za naknadu štete prema depozitaru	335
7.5.3. Tužba radi naknade kolektivne ili individualne štete	336
7.5.4. Pravna narav suparničarstva između ulagatelja	339
7.5.5. Dodatne pretpostavke utuženja i supstanciranje tužbe	341
8. Utjecaj financijskog skandala	
Madoff na uređenje odgovornosti depozitara	344
8.1. Madoffov <i>modus operandi</i> i UCITS fondovi	345
8.2. Nemogućnost namirenja EU ulagatelja pred sudovima SAD-a	348
8.3. Parnični postupci pred sudovima država članica EU-a	351
8.3.1. Parnice pred luksemburškim sudovima	352
8.3.2. Parnice pred francuskim sudovima	355
8.3.3. Parnice pred sudovima drugih država članica	357
Ključni pojmovi s objašnjenjem	361
Kratice	367
Literatura	375
Abecedno kazalo pojmova	407
O autorima	421

GLAVA I.

UVOD

1. Uloga investicijskih fondova na tržištu kapitala	3
2. Nestajanje sektorskih granica i problem nadzora	7
3. Oblikovanje proizvoda prema zahtjevima klijenata	9
4. Utjecaj europskog prava i nove financijske arhitekture	13
5. Prevencija i sankcioniranje anomalija	16

GLAVA I.

UVOD

1. Uloga investicijskih fondova na tržištu kapitala

Investicijski fondovi dio su tržišta kapitala, odnosno financijskog tržišta. Na tom tržištu, na strani potražnje, pojavljuju se ulagatelji, a na strani ponude izdavatelji financijskih instrumenata. Razvoj tržišta kapitala prerastao je nacionalne okvire pojedinih država. Danas se govori o internacionalnom ili globalnom tržištu kapitala, gdje države imaju zadaću ostvariti ravnotežu između nacionalnih interesa i potrebe za slobodnim kretanjem kapitala. To se primarno postiže ujednačenom regulacijom financijskog tržišta u koje ulaze i investicijski fondovi.¹ Posljednja financijska kriza iz 2008. godine značajno je utjecala na regulatorni okvir investicijskih fondova na globalnoj razini.²

Pravni posao ulaganja u investicijske fondove ima složenu strukturu. Radi se o tripartitnoj transakciji u kojoj osim ulagatelja sudjeluju i društvo za upravljanje investicijskim fondom i depozitar. Ulagatelj sklapa ugovor o ulaganju s društvom za upravljanje. To čini kada kupuje udjel u fondu kojim upravlja društvo za upravljanje. Zadaća društva za upravljanje je da upravlja zasebnom imovinom fonda, u skladu sa zakonom, prospektom i pravilima fonda. Depozitareva je zadaća da za potrebe fonda obavlja poslove pohrane i/ili evidencije zasebne imovine fonda, ovisno o naravi financijskih instrumenata koji se nalaze u portfelju fonda. One financijske instrumente koji su prikladni za skrbništvo, depozitar drži u skrbništvu dok za ostale kategorije imovine ima obvezu provjere i potvrde. Ugovor o obavljanju poslova pohrane imovine fonda sklapa depozitar s društvom koje njime upravlja. Ulagatelji i depozitar nisu u izravnom ugovornom odnosu.

1 Vidi općenito o razvoju globalnog tržišta kapitala i uloge državnih regulatora u tom procesu: Paul, P. J., *The European Community's UCITS Directive: One Model for United States Regulatory Change in a Globalized Securities Market*, *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 25, 1992, 61-94; Moloney, N., *Regulation of the Market and Intermediaries: Global Comparison and Contrast – What is Best Practice? Recent developments in UK and European Union Market and Intermediary Regulation*, *Macquarie Journal of Business Law*, 5, 2008, 1-42.

2 Ukratko o razvoju regulatornih okvira nakon financijske krize iz 2008. godine u Brazilu, Njemačkoj, Japanu, Novom Zelandu, Peruu, Poljskoj, Rusiji, Velikoj Britaniji i SAD-u vidi u: Stuber, W., Godel Stuber, A. M., Krause, H. et al., *International Securities and Capital Markets*, *The International Lawyer*, 43 (2), 2009, 613-639.

Investicijski fondovi, odnosno društva koja njima upravljaju, **kao financijski posrednici**, imaju zadatak premostiti jaz između ponude i potražnje za kapitalom. Financijski posrednici postoje radi smanjenja financijskih troškova. Društva za upravljanje investicijskim fondovima, u svojstvu posrednika prikupljaju kapital iz različitih izvora, najčešće od malih ulagatelja te ga plasiraju do njegovih korisnika po nižoj cijeni nego što to mogu učiniti sami ulagatelji.³ Oni pružaju uslugu upravljanja kolektivnim portfeljem. S druge strane, korištenje kolektivnog oblika ulaganja omogućava ulagateljima koji raspolažu manjim financijskim sredstvima da ih društva za upravljanje fondovima (fond menadžeri) prihvate kao svoje klijente.⁴

Sposobni fond menadžeri nastoje prikupljena slobodna novčana sredstva **uložiti u kvalitetne financijske instrumente radi maksimiranja prinosa fonda**. Brojne studije potvrđuju da jakost sektora financijskih posrednika upućuje na dugoročni gospodarski rast.⁵ Prema nekim autorima cilj dobro uređenog tržišta kapitala nije samo zaštita ulagatelja, već i stabilnost financijskih posrednika.⁶

Potreba da se ulagatelji na tržištu kapitala, posebice mali ulagatelji koji nisu profesionalci,⁷ zaštite od financijskih posrednika nastala je kao izraz

3 Merton, R. C., Operation and Regulation of Financial Intermediation: A Functional Perspective, 17-67, u: Englund, P. (ur.), Operation and Regulation of Financial Markets, Economic Council, Stockholm, 1993, 21-27. Vidi još Perold, A. F., Capital Allocation in Financial Firms, Journal of Applied Corporate Finance, 17 (3), 2005, 110-118.

4 Spangler, T., The Law of Private Investment Funds, Oxford University Press, 2008, 1.

5 Levine, R., Law, Finance and Economic Growth, Journal of Financial Intermediation, 8 (1-2), 1999, str. 8.

6 Tako Cesarini, F., Economics of Securities Markets Regulation: Some Current Issues, 65-70, u: Ferrarini, G. (ur.), European Securities Market – The Investment Services Directive and Beyond, Kluwer Law International, 1998, str. 65 i dalje.

7 O zaštiti malih ulagatelja u investicijskom poslu općenito i UCITS regulativom vidi: Moloney, N., How to protect investors, Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, 2010.; Scharkowski, K., Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance, Peter Lang GmbH, Frankfurt am Main, 2013.; König, M., Anlegerschutz im Investmentrecht, Deutscher Universitäts Verlag, Wiesbaden, 1998. Kod zaštite ulagatelja, valja imati na umu da se time ne naruši kompetitivnost UCITS fondova na globalnom tržištu kapitala. O tomu s njemačke perspektive vidi: Zetsche, D., Zwischen Anlegerschutz und Standortwettbewerb: Das Investmentänderungsgesetz, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 6, 2007, 438-454. Za razliku od malih ulagatelja, nova AIFM Direktiva također sadrži mnoge odredbe kojima se štite ulagatelji, pri čemu valja imati na umu da se tu pruža zaštita mahom profesionalnim ulagateljima koji ulazu u alternativne investicijske fondove. Ovakav pristup zakonodavca naišao je na kritiku u financijskim krugovima. Smatra se da se time ograničava profesionalne ulagatelje da koriste sofisticiranije financijske proizvode koje im nude njihove banke, a gdje je mogućnost dobiti veća što je i rizik samog ulaganja veći. O stajalištu prakse vidi više u: Parker, C., Stretch, K., Leave us alone, International Financial Law Review, 29, 2011, 46-47.

nastojanja da se preveniraju ili kazne zlorporabe i manipulacije,⁸ koje su tim više izražene zbog intermedijarne i kolektivne naravi investicijskih fondova.⁹ Jedan od razloga za to je i **diskrecijska priroda usluge upravljanja imovinom** bilo da je riječ o upravljanju kolektivnom imovinom, bilo imovinom pojedinca. Fond menadžer je ovlašten donositi odluke o ulaganju i provesti ih bez da traži svakodobno odobrenje klijenta i bez da pruža garanciju da će takvo ulaganje imovine u konačnici generirati prinos.¹⁰

Nacionalna zakonodavstva različito pravno ustrojavaju investicijske fondove s obzirom na to imaju li oni pravnu osobnost, kotiraju li njihovi udjeli / dionice na burzi, jesu li utemeljeni na modelu *trusta* ili su ugovornog, odnosno korporativnog tipa, te ovisno o tomu jesu li udjeli tih fondova svakodobno otkupivi ili ne. Iako je za fondove tipično da imaju i fond menadžera koji je poseban pravni entitet, neki sustavi poznaju fondove u obliku pravne osobe koja nema posebnog fond menadžera. U fondovski oblik ulaganja (tzv. investicijski trokut) najčešće je uključen i depozitar koji osim što imovinu fonda ima u pohrani ostvaruje i određeni nadzor nad društvom za upravljanje. No konkretna organizacijska struktura fondovskog oblika ulaganja ipak ovisi o nacionalnom pravu. Budući da se podrijetlo fondova vezuje uz anglosaksonsko pravo, ovaj sektor općenito prožima snažan utjecaj instituta *trusta*.¹¹ Utjecaj *trusta* različito se odrazio u državama europskog kontinentalnog kruga, koje općenito ne reguliraju *trust*, već raznim pravnim konstrukcijama usvajaju neke njegove značajke,¹² primjerice fiducijarno vlasništvo. Investicijske fondove bez pravne osobnosti upravo je zbog toga često teško pravno kategorizirati jer je koncept *trusta* stran pravima europskog kontinentalnog kruga.

8 Vidi o tomu u: Gart, A., Regulation, Deregulation, Reregulation – The Future of the Banking, Insurance and Securities Industry, John Wiley & Sons, New York, 1994, str. 47. Cit: «There is a popular misconception that regulation of securities resulted from the stock market crash of 1929 (...) The security market suffered from instability and abuse in the 1920s. Price manipulation was not uncommon. Brokers and dealers were involved regularly in wash sales or in matched order (...) the issuance of false and misleading statements was another improper practice.» Više o zlorporabama na tržištu kapitala u nas i u europskom pravu, vidi: Čulinović-Herc, E., Zlorporabe na tržištu vrijednosnih papira – nova europska direktiva i Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 25 (2), 2004, 749-781.

9 Spangler, T., The Law of Private Investment Funds, op. cit., str. 2.

10 Ibid., str. 3.

11 Kam, F. S., The Legal Nature of The Unit Trust, Oxford University Press, 1997, str. 23.

12 Za francusko pravo, koje također ne uređuje institut *trusta* kakvog poznaje anglosaksonsko pravo vidi: Dom, J.-P., Le Trusts et le Droit Francais Aspects de Droit Privé, Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 56, 1996, 137-143. Za njemačko pravo koje isto ne uređuje institut *trusta*, ali na čije je investicijske fondove izvršio značaj utjecaj vidi više u: Roth, G. A., Das Treuhandmodell des Investmentrechts, Eine Alternative zur Aktiengesellschaft?, Athenaum Verlag, Frankfurt am Main, 1972.

Kada se udjeli u investicijskim fondovima javnom ponudom nude ulagateljima koji nisu sofisticirani, postoji jaki regulatorni motiv da se te ulagatelje zaštititi od mogućih zlouporaba onih koji tim fondovima upravljaju,¹³ kao i onih koji sudjeluju u distribuciji udjela fonda do krajnjih korisnika.¹⁴ S druge strane, postoje fondovi koji prikupljaju kapital od malog broja sofisticiranih ulagatelja privatnom ponudom koji se uobičajeno nazivaju *private equity funds* ili *venture capital funds*.¹⁵ Te vrste fondova koriste se za upravljanje kolektivnim portfeljem bogatih obitelji, sveučilišnih zaklada (*university endowment funds*), državnim portfeljem (*sovereign wealth funds*) i sl. Ulagatelji u te fondove aktivno se uključuju u odabir investicije, odnosno u strukturiranje portfelja, nadziru i vode investiciju nakon ulaganja (ali ne na dnevnoj osnovi). To su ulagatelji koji su voljni ulagati s određenim vremenskim horizontom, čijim istekom "izlaze iz investicije", uporabom različitih strategija izlaska (*exit strategies*).¹⁶

Fondovi koji prikupljaju kapital javnom ponudom od malih ulagatelja, redovito podliježu nadzoru tijela koje u toj državi nadzire nebankovni segment financijskog tržišta. Fondovi koji se plasiraju privatnom ponudom, odnosno koji su namijenjeni ulaganjima velikih investitora, nastoje ostati izvan dosega regulatora, iako po svojoj gospodarskoj snazi, kao i zbog isprepletenosti s ostalim sudionicima financijskog tržišta, postaju čimbenici koji utječu na ukupnu stabilnost financijskog sustava. **Alternativni investicijski fondovi** najčešće se pravno ustrojavaju na način da izbjegnu kontroli i nadzoru regulatora. Potreba uspostave regulatornog nadzora nad njima uočena je tek po eskalaciji posljednje financijske krize, koja je pokazala da zemljopisne i sektoralne granice gotovo niti ne postoje, kada su u pitanju rizici koje generiraju takvi fondovi.¹⁷ Stoga su i izmjene u pravu SAD-a¹⁸ početak zaokreta u pravcu njihovog strožeg nadzora, koje je

13 Cox, J. D., Hillman, R. W., Langevoort, D. C., Securities Regulation: Cases and Materials, Aspen Publishers, 1997, str. 1164.

14 Moloney, N., EC Securities Regulation, 2. izd., Oxford University Press, 2008, 234. Vidi još: Langevoort, D. C., Private Litigation to Enforce Fiduciary Duties in Mutual Funds: Derivative Suits, Disinterested Directors and the Ideology of Investor Sovereignty, ECGI - Law Working Paper br. 61, 2006, 1-28, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=885970> (posjet 1. studenoga 2013.).

15 Vidi Levin, J. S., Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions, Wolters Kluwer, Law & Business, 2011, Chapter 1, § 102.

16 Loc. cit.

17 O utjecaju načela zaštite ulagatelja na regulaciju *hedge* fondova na globalnom tržištu kapitala vidi općenito u: Schmidt, M. J., "Investor protection" in Europe and the United States: Impacting the future of hedge funds, Wisconsin International Law Journal, 25 (1), 2007, 161-188.

18 Vidi Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111 – 203, 21 July 2010. Poglavlje IV. tog zakona unosi promjene u regulatornom režimu savjetnika privatnih investicijskih fondova. Zahvaljujući promjenama mnogi dosad neregistrirani savjetnici investicijskih fondova s privatnom ponudom morat će se

započelo sa stvaranjem usklađenih pravila za menadžere tih fondova na razini EU-a.

2. Nestajanje sektorskih granica i problem nadzora

S obzirom na to da je financijske posrednike, potrebno nadzirati kada svoje aktivnosti usmjeravaju prema javnosti, treba uzeti u obzir da u današnjim uvjetima čvrste granice unutar pojedinih financijskih sektora postupno nestaju, da financijski posrednici često nude konvergentne financijske proizvode, te da se razvijaju takvi proizvodi kojima se nastoje prenijeti rizici s jednog financijskog posrednika na drugog sudionika tržišta, pri čemu potonji subjekt čak ne mora biti obuhvaćen nadzorom.

Upravo zbog toga zadatak financijskog regulatora i nadziratelja postaje sve složeniji. Potreban je elastičan pristup i u sferi regulacije i u sferi nadzora, kako bi se zaštitili ulagatelji i očuvala stabilnost financijskog sustava. **Koncepcija regulatornog nadzora** koja se temelji na tradicionalnoj podjeli financijskih usluga,¹⁹ **prilično je zastarjela**, jer se u posljednjih trideset godina postupno gubi tradicionalna podjela financijskih proizvoda i usluga. Glavna promjena sastoji se u **konvergenciji proizvoda i usluga** koje nude etablirani financijski posrednici u odnosu na one proizvode i usluge koje nude novi tržišni sudionici.

Problem predstavljaju **posebno strukturirani financijski instrumenti kojima se rizici koji terete nadziranog financijskog posrednika prenose na treće osobe**²⁰ koje nisu nadzirane. Primjer za to je financijski instrument za prijenos rizika kojim su banke zbog uvjeta rastuće kompetitivnosti prenosile svoj kreditni rizik na treće osobe, i to vrlo često na **hedge fondove**,

registrirati pri SEC-u i time će postati nadzirani subjekti financijskog tržišta. Druga važna promjena sastoji se u uvođenju povećanih dužnosti izvještavanja i evidentiranja podataka relevantnih za fond i imovinu kojom upravlja. I konačno s uvođenjem, tzv. "Volcker rule" bankama i drugim financijskim institucijama ograničava se mogućnost ulaganja u takve fondove ili preuzimanja uloge sponzora fonda. Detaljnije vidi u: The Dodd-Frank Act, Commentary and Insights, 87, 2010, http://www.skadden.com/Cimages/siteFile/Skadden_Insights_Special_Edition_Dodd-Frank_Act1.pdf (posjet 1. travnja 2013.). Vidi još: Epstein, G., Pollin, R., Regulating Wall Street: Exploring the Political Economy of the Possible, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts – Amherst, Working Paper br. 256, 2011, 1-18, http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_251-300/WP256.pdf (posjet 01. rujna 2013.).

19 U nas je ta podjela održana i na razini regulatora. HANFA nadzire nebankovni financijski sektor, a HNB bankovni.

20 Više o tomu u: Whitehead, C. K., Reframing Financial Regulation, Boston University Law Review, 90 (1), 2010, 1-50, str. 1; Constantin, A., Les outils contractuels de gestion des risques financiers, Revue de Droit Bancaire et Financier, 6, 2010, 32-39.

koji su se nalazili izvan dosega regulatora. Iako se u početku taj kreditni rizik prenosio istodobno s ustupom tražbine, tijekom vremena prijenos rizika se "osamostalio".²¹ Posljedica toga bila je da su banke razdvojile dvije važne funkcije koje su u njima bile objedinjene: funkciju banke kao dobavljača obrtnog kapitala i funkciju menadžera kreditnog rizika. U tom procesu banke su se pretežno oslanjale na instrumente poput *Credit Default Swap (CDS)*. Hedge fondovi kojima su ti rizici bili preneseni su tako mogli upravljati kreditnim rizikom cjelokupnog kreditnog plasmana banke (bez da se sami zaduže).²²

Time su banke svoje **sržne funkcije prenijele iz područja visoke regulatorne zaštite u područje bez ikakvog nadzora**. Stoga i najnovije inicijative regulacije unutar EU-a idu konsolidaciji nadzora, uvođenju novih tijela za rano otkrivanje opasnosti za financijsku stabilnost sustava²³ rastuću tendenciju da se i alternativni investicijski fondovi, stave pod regulatorni kišobran.

Poseban izazov za zaštitu ulagatelja predstavljaju i tzv. **kombinirani proizvodi**. To su financijski instrumenti koji imaju obilježja proizvoda dvaju sektora. Njihova pojava raste s povećanjem regulatornih standarda u sektoru investicijskog bankarstva. S obzirom na rigidnu prudencijalnu superviziju banaka, višak novca se nastoji plasirati distribucijskim kanalima gdje su regulatorni zahtjevi blaži.²⁴ **U pravilu se radi o kombiniranju proizvoda iz financijskih sektora kojima su imanentni različiti stupnjevi rizičnosti**. Pružatelji različitih financijskih usluga pripadaju najčešće

21 O problemima i načinima rješavanja loših plasmana u nas vidi Miladin, P., Markovinović, P., *Transakcije kreditnim plasmanima banaka*, Zbornik radova 51. susreta pravnika, Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu, Opatija, 2013, 215-254.

22 Učestalost primjene ovog instrumenta iskazala se i u vrijednosti imovine *hedge* fondova, koja je od 1999. do 2004. godine porasla za 260% i dosegla vrijednost jednog trilijuna dolara. Najveći broj tih fondova nalazio se izvan dometa regulatora. Whitehead, C. K., *Reframing Financial Regulation*, op. cit., str. 5.

23 European Systemic Risk Board, koji je osnovan 16. 12. 2010. i tvori dio European System of Financial Supervision. Council Regulation (EU) No 1096/2010 of 17 November 2010 conferring specific tasks upon the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board, *OJ L 331, 15.12.2010, p. 162–164*; Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, *OJ L 331, 15.12.2010, p. 1–11*. *Više o načinu funkcioniranja European System of Financial supervision vidi u: European Systemic Risk Board*, <http://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.en.html> (posjet 03. rujna 2013.).

24 Primjerice osiguranje života s preuzimanjem investicijskog rizika. Vidi više na mrežnoj stranici: *Zivotna – osiguranja.com*, <http://www.zivotna-osiguranja.com/vrste-osiguranja/zivotna-osiguranja-opis/zivotno-osiguranje-s-investicijskim-rizikom.aspx> (posjet 01. rujna 2013.). Kod takvog osiguranja ugovaratelj samostalno odabire i odlučuje koji dio premije namjenjuje ulaganju u fond ili više fondova, a koji dio za osiguranje u slučaju smrti.

financijskim konglomeratima u kojima se osim banaka nalaze i investicijska društva, osiguravajuća društva, leasing društva, društva za upravljanje investicijskim fondovima i sl. Prednost financijskog konglomerata je što se slobodna novčana sredstva usmjeravaju prema sektoru unutar kojeg će se najlakše oploditi (alokacija u najprofitabilniji sektor), ovisno o situaciji na financijskom tržištu. Također konglomerat lakše apsorbira i amortizira tržišne potrebe. U razdobljima u kojima segment tržišta investicijskih fondova pokazuje uzlazni trend, novac raspoloživ za investiranje unutar grupe usmjerava se prema tom članu kao najprofitabilnijem unutar grupacije. U vrijeme stagnacije novčana sredstva unutar grupe usmjeravaju se prema sektorima koji imaju konzervativniju politiku ulaganja, kao što je osigurateljni sektor ili sektor mirovinskih fondova. To otvara nova **pitanja važna za ulagatelje: pruža li se njima pri ponudi i distribuciji kombiniranih proizvoda ista razina zaštite²⁵ koju ostvaruju u sektoru iz kojeg taj proizvod izvorno potječe**, pogotovo ako se ima u vidu da se ti proizvodi nude najčešće šalterski, putem banaka.

3. Oblikovanje proizvoda prema zahtjevima klijenata

S obzirom na to da se **ulagatelji razlikuju prema investicijskom profilu** i riziku koji su spremni preuzeti i investicijski fondovi se diversificiraju prema potrebama ulagatelja. Mali ulagatelji ne preferiraju dugi investicijski horizont. Oni žele u rukama imati financijski instrument kojeg će lako moći preprodati ili unovčiti. Kvalificirani, odnosno profesionalni ulagatelji su spremni investirati s većim rizikom, na duže vrijeme, u manje likvidne vrijednosne papire ili drugu vrstu imovine. Spremni su se na određeno vrijeme odreći i postavljanja zahtjeva za otkup udjela (*lockup periods*). Stoga na tržištu investicijskih fondova postoji široka paleta fondova prilagođena potrebama različitih investicijskih profila ulagatelja i s različitim stupnjem rizika.

Za male ulagatelje su pri tom posebno pogodni otvoreni investicijski fondovi javnom ponudom (UCITS fondovi), jer im oni pružaju mogućnost da relativno sigurno ulože kapital u kolektivni oblik ulaganja (efekt *poolinga*), zbog čega se raspršuje i njihov rizik, a da pritom vrlo lako mogu okončati takvo ulaganje, postavljanjem zahtjeva za otkup udjela. Zbog toga se osoba koja upravlja UCITS fondom orijentira na ulaganje u likvidne financijske instrumente.²⁶

25 Posebno ako je riječ o tzv. osigurateljno investicijskim proizvodima, kao što je o ugovor o investicijskom osiguranju života koji kombinira osiguranje života uz preuzimanje investicijskog rizika. Vidi više u: Ćurković, M., Ugovor o investicijskom osiguranju života, Zbornik 47. susreta pravnika, Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu Opatija, 2009, 243 -262.

26 Sachtleber, O. W., Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, prvo izdanje, V&R Unipress, 2011, str. 20.

Zamjećuje se da zakonodavac kao dio opće regulatorne politike tržišta kapitala, zauzima sve više zaštitnički stav prema malim ulagateljima. Ta se tendencija bilježi osobito od donošenja Zakona o tržištu kapitala (u daljnjem tekstu ZTK)²⁷ jer isti dijeli **klijente investicijskih društava na profesionalne i male**,²⁸ pri čemu investicijska društva moraju prema potonjima postupati s većom pozornošću. No specifičnost je tog pristupa što profesionalni **ulagatelj može zatražiti višu razinu zaštite, dok se mali može pod određenim uvjetima odreći one koju za njega predviđa zakonodavac** (*moving between categories*).²⁹ Investicijska društva ne samo da pri pružanju usluga moraju različito postupati prema različitoj kategoriji ulagatelja, već moraju različito postupati i ovisno o tome koju uslugu pružaju. Pravila o diversifikaciji klijenata na male i profesionalne moraju poštovati i društva za upravljanje investicijskim otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom, kada pružaju klijentima usluge upravljanja (individualnim) portfeljem ili investicijskog savjetovanja (čl. 7. st. 1. i 2. ZTK).

Ova dvodioba u oblikovanju proizvoda došla je do izražaja i u našem zakonodavstvu o investicijskim fondovima.

Raniji Zakon o investicijskim fondovima³⁰ regulirao je i harmonizirane fondove (UCITS) fondove, tj. otvorene investicijske fondove javnom ponudom, uskladiвши njihovo uređenje s UCITS III Direktivom, ali je poznao i fondove koji se danas označavaju kao ne-UCITS fondovi. U njih su se ubrajali zatvoreni investicijski fondovi javnom ponudom (njihova podvrsta bili su nekretninski fondovi i fondovi za ulaganje u nevrštene vrijednosne papire), ali i **otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom te otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom**.³¹ U potonje su mogli ulagati

27 NN 88/08, 74/09, 54/13.

28 Vidi čl. 61. i čl. 65. ZTK-a.

29 Čulinović-Herc, E. Način postupanja investicijskih društava prema klijentima pri obavljanju investicijskih usluga i sporovi zbog povrede tih pravila, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 31 (1), 2010, 51-83. Ako je neki subjekt od ranije klijent investicijskog društva, a udovoljava uvjetima profesionalnog ulagatelja, investicijsko društvo ga je dužno obavijestiti da će se, na temelju podataka dostupnih o njemu, prema njemu postupati kao prema profesionalnom ulagatelju. Također ga mora obavijestiti o mogućnosti da zahtijeva veći stupanj zaštite. Ako klijent, koji se smatra profesionalnim ulagateljem, sklopi s investicijskim društvom ugovor na temelju kojeg neće biti tretiran kao profesionalni ulagatelj u smislu pravila poslovnog ponašanja, investicijsko društvo mu je dužno pružiti onu razinu zaštite koju pruža malim ulagateljima. Taj ugovor treba biti u pisanom obliku i u njemu je potrebno naznačiti odnosi li se tretman malog ulagatelja samo na jednu ili više usluga ili transakcija.

30 NN 150/05.

31 Više o tomu vidi u: Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Croatian national report – Legal issues relating to hedge funds and private equity funds in Croatia, 59-88, u Wymeersch, E. (ur.): Alternative Investment Fund Regulation, Wolters Kluwer, Law & Business, 2012; Young, A. E., Cvijanović, V., The market for venture capital in Croatia, 571-583, u Bessler, W. (ur.): Börsen, Banken und Kapitalmärkte, Festschrift für Hartmut Schmidt zum 65. Geburtstag, Duncker & Humblot, Berlin, 2006. Više o regulaciji fondova rizičnog kapitala, tzv. *venture capital funds* u Njemačkoj vidi u:

samo kvalificirani ulagatelji.³²

Novi Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (dalje u tekstu: ZAIF)³³ zadržao je podjelu alternativnih investicijskih fondova (dalje u tekstu: AIF) koji se mogu nuditi samo profesionalnim ili koji se mogu nuditi i malim ulagateljima ovisno o vrsti investicijskih fondova.³⁴ Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova,³⁵ uveo je novu podjelu NEUCITS fondova u RH. Prema njemu, u fondove s javnom ponudom u koje mogu ulagati i mali ulagatelji,³⁶ spadaju otvoreni AIF s javnom ponudom, zatvoreni AIF s javnom ponudom koji se mora osnovati u obliku dioničkog društva i zatvoreni AIF s ponudom za ulaganje u nekretnine. U fondove s privatnom ponudom mogu ulagati isključivo profesionalni ulagatelji,³⁷ a ti su fondovi:³⁸ osnovni AIF s privatnom ponudom, AIF rizičnog kapitala (*private equity*), AIF poduzetničkog kapitala (*venture capital*), AIF s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine, fond fondova, *hedge* fond, specijalizirani AIF, europski fond poduzetničkog kapitala, europski fond socijalnog poduzetništva.

Fondovi privatnom ponudom imaju širok spektar investicijskih mogućnosti. **Fondovi privatnom ponudom u širem smislu riječi obuhvaćaju hedge fondove, fondove privatnom ponudom u užem smislu riječi i fondove rizičnog kapitala.**³⁹ Te se podvrste unutar sebe razlikuju po tome što prvi ulažu u nelikvidnu imovinu, odnosno ispravljaju cjenovne neučinkovitosti pritom koristeći napredne investicijske tehnike. Fondovi privatnom ponudom u užem smislu riječi ulažu kapital u zrela (*mature*) trgovačka društva kojima je on potreban radi restrukturiranja bilance društva, odnosno radi repozicioniranja tog društva unutar nekog sektora. Fondovi rizičnog kapitala ulažu u društva koja snažno rastu, bilo da ulažu u fazi nastanka bilo u fazi ekspanzije.

Ono što je fondovima privatnom ponudom izrijekom dopušteno, za fondove javnom ponudom je zabranjeno ili vrlo ograničeno, **pogotovo vezano uz strukturu imovine u koju se ulaže i odabir investicijskih tehnika.** Ulaganje u nelikvidnu imovinu, korištenje naprednih investicijskih tehnika (osobito zaduživanje), postojanje velike izloženosti i velike kon-

Fleischer, H., Hupka, J., Germany, 183-204, u Wymeersch, E. (ur.): *Alternative Investment Fund Regulation*, Wolters Kluwer, Law & Business, 2012.

32 Čulinović-Herc, E., Položaj (kvalificiranih) ulagatelja i novi oblici ulaganja prema Zakonu o investicijskim fondovima, Spomenica akademiku Jakši Barbić, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 56, Posebni broj, 45 - 87.

33 NN 16/13.

34 Vidi čl. 7. st. 6. ZAIF-a.

35 NN 105/13.

36 Čl. 4. st. 1. Pravilnika o vrstama alternativnih investicijskih fondova.

37 Čl. 4. st. 2. Pravilnika o vrstama alternativnih investicijskih fondova.

38 Čl. 16. Pravilnika o vrstama alternativnih investicijskih fondova.

39 Spangler, T., *The Law of Private Investment Funds*, op. cit., str. 8-9.

centracije rizika sve je to svojstveno fondovima privatnom ponudom. Također se može uočiti da **fondovi privatnom ponudom ne žele biti predmet regulatornog nadzora**. Oni se osnivaju u takvim pravnim oblicima ili lokacijama koje omogućuju povoljan porezni tretman (tzv. *offshore locations*). Za ulagatelje je **bitno da ulaganjem u takav fond ne budu stavljeni u lošiji porezni položaj od onog kojega bi imali kada bi izravno ulagali u imovinu** u koju ulaže taj fond. Pojedine države članice EU-a, kao što su Irska, Malta i Cipar nastoje privući kapital investicijskih fondova pružajući povoljniji porezni tretman i druge pogodnosti, čime se i unutar EU-a stvaraju, tzv. *offshore* financijski centri.⁴⁰

UCITS IV Direktiva s jedne i AIFM Direktiva s druge strane, značajno su utjecale na financijsko tržište investicijskim fondovima. Osim što su izravno utjecale na EU investicijske fondove i njihova društva za upravljanje, postojala je velika bojazan na strani fondova izvan EU-a da će se donošenjem ove nove zakonodavne arhitekture značajno otežati ili čak onemogućiti ulazak stranih fondova na EU tržište kapitala. Budući da je UCITS fond kao takav jedan od najuspješnijih financijskih proizvoda EU-a, zabilježen je trend "pretvorbe" *hedge* fondova u UCITS fondove. Naime, nakon UCITS IV Direktive, i UCITS fondovi mogu primjenjivati neke investicijske strategije *hedge* fondova. Stoga su se u praksi pojavili, tzv. "newcits" kojima se označavaju UCITS fondovi koji koriste investicijske politike *hedge* fondova.⁴¹

Hrvatsko pravo doživjelo je značajne promjene početkom srpnja 2013. godine, kada su stupila na snagu dva nova zakona. Jedan je **Zakon o otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom** (dalje u tekstu: ZOIFJP),⁴² koji regulira isključivo usklađene UCITS fondove. Drugi je ZAIF, a njime su obuhvaćeni svi ostali fondovi koji nisu UCITS fondovi. Široka paleta alternativnih fondova omogućuje domaćem sektoru investicijskih fondova da pred naletom inozemnih takmaca, ostane konkurentan.

U otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom (tzv. UCITS fondovi), više dolazi do izražaja zaštita sposobnosti njihove prekogranične cirkulacije (koncept EU putovnice). Moguće je i njihovo prekogranično spajanje i pripajanje. Radi zaštite ulagatelja, društva za upravljanje koja upravljaju otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom, moraju biti i članovi Fonda za zaštitu ulagatelja, ako ta društva pružaju usluge

40 Više o tome vidi u: McConvill, J., Laying the Foundations for Fund Fortune: Developments and Opportunities within EU Offshore Financial Centres in an AIFM Directive Age, *Macquarie Journal of Business Law*, 9, 2012, 108-120.

41 Više o tomu u: Johannsen, K. R., Jumping the Gun: Hedge funds in search of capital under UCITS IV, *The Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 5, 473-501.

42 NN 16/13.

investicijskog savjetovanja i upravljanja portfeljem.⁴³

Alternativni investicijski fondovi u europskom pravu nisu usklađeni na razini "proizvoda", jer postoje raznorodni oblici alternativnih fondova, koji mogu biti komparativno različito strukturirani. Europsko ih je pravo uredilo na razini "fond menadžera". AIFM Direktiva je svojim poljem primjene obuhvatila sve menadžere alternativnih fondova bilo da su oni domicilirani u EU i udjele tih fondova nude u i izvan EU-a ili obrnuto.⁴⁴ Ipak poljem primjene obuhvaćeni su samo **menadžeri koji imaju pravnu osobnost**.⁴⁵ Ispod radara regulatora, odnosno izvan polja primjene ostali su menadžeri alternativnih investicijskih fondova za koje je EU zakonodavac ocijenio da ne generiraju sistemski rizik.⁴⁶

4. Utjecaj europskog prava i nove financijske arhitekture

U europskom kontekstu, društva za upravljanje investicijskim fondovima, zahvaljujući slobodi kretanja kapitala i slobodi pružanja usluga mogu birati najpovoljnije regulatorno okruženje za obavljanje svoje djelatnosti upravljanja kolektivnom imovinom. Vezano uz investicijske fondove, europskom oazom se donedavno smatralo luksemburško tržište kapitala.⁴⁷ No slika na europskom tržištu se drastično mijenja, pod utjecajem intenzivne zakonodavne aktivnosti. Za UCITS fondove donesena je **UCITS IV Direktiva**,⁴⁸ a trenutno se raspravlja već o **prijedlogu UCITS V Direktive**.⁴⁹

43 Vidi čl. 223. st. 2. ZTK-a.

44 Vidi čl. 2. st. 1. i čl. 4. st. 1. t. b AIFM Direktive.

45 Čl. 4. st. 1. t. b AIFM Direktive. U SAD-u menadžeri *hedge* fondova u SAD-u mogu biti i fizičke osobe.

46 Izvan polja primjene su oni menadžeri koji upravljaju imovinom manjom od 100 milijuna eura te menadžeri koji upravljaju imovinom manjom od 500 milijuna eura, ako pri upravljanju ne koriste napredne financijske tehnike kao što je instrument financijske poluge (engl. *leverage*) niti imaju pravo otkupa tijekom razdoblja od 5 godina računajući od dana kada je učinjeno inicijalno ulaganje u svaki alternativni fond. Vidi čl. 3. st. 2. AIFM Direktive.

47 Čak su se radi postojanja povoljnog regulatornog okruženja osnivali i tzv. *round trip* fondovi. Iako su se njihovi udjeli namjeravali prvenstveno nuditi izvan Luksemburga, koristeći se konceptom jedinstvene europske putovnice za fond, zbog elastičnijeg i fond menadžerima primjerenijeg zakonodavstva u Luksemburgu, fondovi su se osnivali u Luksemburgu, a onda su udjele zahvaljujuću slobodi kretanja kapitala i konceptu jedinstvene europske putovnice (*single licence principle*) nudili u drugim državama članicama EU-a.

48 Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) OJ L 302/3 od 17. 11. 2009., 213-277 (dalje u tekstu: UCITS IV Direktiva).

49 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as

Za menadžere alternativnih investicijskih fondova donesena je **AIFM Direktiva**,⁵⁰ koja donosi korjenite promjene u ovom području.⁵¹

UCITS IV Direktivom dograđena je putovnica društva za upravljanje,⁵² uspostavljen jedinstven sustav spajanja fondova,⁵³ a prvi puta su uređeni, tzv. *master feeder* fondovi⁵⁴ te je bitno pojednostavljen skraćeni prospekt koji se sada naziva *key investor information*” (KII),⁵⁵ isprava koja mora biti napisana jasno i razumljivo, bez korištenja tehničkih izraza, te bez izmjenjivanja podataka prilaganjem drugih dokumenata. Naime, uočeno je da je informacijsko preplavljanje (*information overload*) česta pojava kod potrošača financijskih usluga. U **prijedlogu UCITS V Direktive** naglašena je uloga depozitara i naknada, tj. renumeracija koju dobivaju društva za upravljanje UCITS fondovima.⁵⁶ Za depozitara je predloženo da svaki UCITS fond mora imati jednoga depozitara.⁵⁷ Obveza depozitara je da nadzire novčane tokove UCITS fonda.⁵⁸ Uređen je način pohrane imovine UCITS fondova⁵⁹ te propisani uvjeti delegacije i odgovornost za delegaciju poslova pohrane imovine UCITS fondova na treće subjekte u drugim državama članicama EU-a ili izvan njih.⁶⁰ Uređena je odgovornost depozitara za gubitak financijskih instrumenata koji su mu dani u pohranu⁶¹ i dr.

S druge strane, **AIFM Direktiva** s rokom implementacije do 2013. godine zadaje europskim menadžerima alternativnih investicijskih fondova najviše glavobolje zbog obvezatnog uvođenja funkcije depozitara za svaki pojedini fond kojim se upravlja,⁶² ograničene mogućnosti da funkciju

regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, COM/2012/0350 final - 2012/0168, 3. 7. 2012. (dalje u tekstu: Prijedlog UCITS V Direktive).

50 Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010, OJ L 174, 01. 07. 2011., 1-73 (rok implementacije 22. 07. 2013.) (dalje u tekstu: AIFM Direktiva).

51 Više o promjenama koje je AIFM Direktiva donijela za alternativne investicijske fondove vidi u: Möllers, T. M. J., Harrer, A., Krüger, T. C., The AIFM Directive and its regulation of hedge funds and private equity, *Journal of Law and Commerce*, 30, 2012, 87-106.

52 Čl. 6. - 21. UCITS IV Direktive.

53 Čl. 37. – 48. UCITS IV Direktive.

54 Čl. 58. – 67. UCITS IV Direktive.

55 Čl. 78. – 82. UCITS IV Direktive.

56 O predloženoj politici renumeracije društava za upravljanje vidi čl. 14a-14b Prijedloga UCITS V Direktive.

57 Čl. 22. st. 1. Prijedloga UCITS V Direktive.

58 Čl. 22. st. 4. Prijedloga UCITS V Direktive.

59 Čl. 22. st. 5. Prijedloga UCITS V Direktive.

60 Čl. 22. st. 7. Prijedloga UCITS V Direktive.

61 Čl. 24. st. 1. Prijedloga UCITS V Direktive.

62 Čl. 21. st. 1. AIFM Direktive.

depozitara obnaša njihov *prime broker*⁶³ te ograničene mogućnosti delegacije depozitarnih funkcija na treće osobe.⁶⁴ U tom kontekstu menadžeri alternativnih investicijskih fondova razmišljaju o odmicanju tih fondova iz jurisdikcije EU-a (*to redomicile away from Europe*).⁶⁵

Korjenita promjena europskog prava koja se odražava na tržište kapitala **je uspostava novih institucija s ovlastima financijskih supervizora na razini EU-a**, koja je bila potaknuta financijskom krizom. Ta je ideja prvi puta izražena u tzv. izvješću **Larosière** (*Larosière Report*)⁶⁶ u kojem je istaknuto da su razlozi nastanka financijske krize bili nedostatna supervizija i slab makroprudencijalni nadzor.⁶⁷ Izvješće je predlagalo uspostavu Europskog vijeća za sistemski rizik (*European Systemic Risk Council - ESRC*) kao i uspostavu Europskog sustava za financijsku superviziju (*European System of Financial Supervision - ESFS*).⁶⁸ Uloga prvog trebala je biti donošenje odluka i davanje preporuka vezanih uz makroprudencijalnu politiku, izdavanje upozorenja i druge ovlasti.⁶⁹ Drugo tijelo (ESFS) je trebalo djelovati kao decentralizirana mreža postojećih nacionalnih supervizora, koje se u svom radu oslanja na tri novoosnovana europska organa⁷⁰ koji su zamijenili ranije sektorske organe na europskoj razini. ESFS je trebao dobiti zadatak koordiniranja primjene supervizorskih standarda i jamčiti tijesnu suradnju između nacionalnih supervizora. Jedna od najvažnijih zadaća ESFS-a trebala se sastojati u osiguranju učinkovitog rješavanja sporova između regulatora država članica bilo putem arbitraže, bilo putem medijacije.⁷¹

Komisija je na temelju navedenog izvješća predložila osnivanje **Europskog odbora za sistemski rizik** (*European Systemic Risk Board ESRB*)⁷²

63 Čl. 21. st. 4. t. b) AIFM Direktive. *Prime broker* je osoba putem koje društvo za upravljanje investicijskim fondom trguje na tržištu financijskim instrumentima koje čine portfelj njegovih fondova ili ih taj isti financira.

64 Čl. 21. st. 12. AIFM Direktive.

65 Brinu ih i sljedeća pitanja: mogućnost korištenja *leverage*, vrednovanje imovine fonda, transparentnost i likvidnost. Vidi više na: HFMweek Online, <http://www.hfmweek.com/features/1697687/impact-assessment.shtml> (posjet 15. kolovoza 2013.).

66 Report of the High-Level Group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, 1-85, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (posjet 01. listopada 2013.) (dalje u tekstu: Report of the High-Level Group on financial supervision in the EU).

67 Ibid., str. 13.

68 Ibid., str. 47.

69 Ibid., str. 44.

70 European Banking Authority, European Insurance Authority, European Securities Authority koji su zamijenili bivše sektorske odbore koji su imali značajnu ulogu u postupku donošenja propisa po konceptu komitologije: CESR, CEBS i CEIOBS.

71 Report of the High-Level Group on financial supervision in the EU, op. cit., str. 51.

72 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, COM(2009) 499 final, 23.9.2009. ESRB je dio

što je **kasnije prihvaćeno Uredbom**.⁷³ Taj je odbor primarno odgovoran za makroprudencijalni nadzor financijskog sustava. Njegov je primarni cilj prevencija ili izbjegavanje sistemskog rizika kojeg može izazvati financijska kriza praćenjem i analizom relevantnih informacija kao i davanjem upozorenja i preporuka. Preporuke obvezuju nacionalne supervizore po načelu "*act or explain*".⁷⁴ Europska središnja banka ima zadaću pružiti tom odboru analitičku, statističku, logističku i administrativnu podršku.⁷⁵

Komisija je također predložila osnivanje **Europskog sustava financijskih supervizora** (*European System of Financial Supervisors - ESFS*) kao mreže nacionalnih supervizora i onih sektorskih na razini EU-a koji su nastali od transformiranih, tzv. 3L3 odbora. Prema novoj tipologiji to su: *European Banking Authority* (EBA)⁷⁶, the *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA)⁷⁷ and the *European Securities and Markets Authority* (ESMA).⁷⁸ **Potonji supervizor nadležan je za investicijske fondove i njihove menadžere.**

5. Prevencija i sankcioniranje anomalija

Osobe koje upravljaju kolektivnim (ili individualnim) portfeljem vrijednosnih papira mogu donijeti investicijske odluke za ulagatelje koji im prepuštaju svakodobno upravljanje fondom. Stoga postoji realna bojazan da mogu preferirati neke klijente (ili fondove) na račun drugih, odnosno da u prvi plan stave svoje vlastite interese, iako im to zabranjuje zakonodavac.⁷⁹

European System of Financial Supervision (ESFS), čija je uloga osigurati nadzor nad financijskim sustavom EU-a.

73 Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, OJ L 331, 15. 12. 2010., 1–11 (dalje u tekstu: Regulation No 1092/2010).

74 Čl. 17. Regulation No 1092/2010.

75 Proposal for a Council Decision entrusting the European Central Bank with specific tasks concerning the functioning of the European Systemic Risk Board, COM(2009) 500 final, 23. 9. 2009.

76 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority, COM(2009) 501 final, 23. 9. 2009.

77 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Insurance and Occupational Pensions Authority, COM(2009) 502 final, 23. 9. 2009.

78 Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority, OJ L 331, 15. 12. 2010., 84-119.

79 U SAD-u je poznat, tzv. *market-timing* skandal iz 2003. godine upravo u oblasti otvorenih investicijskih fondova. Menadžeri fonda su preferirali određene ulagatelje omogućivši im da trguju mnogo češće udjelima fonda nego što je to predviđeno pravilima fonda, kako bi ostvarili korist od kratkoročnih kretanja na tržištu. O tomu više vidi McCallum, J., *Mutual Fund Market Timing: A Tale of Systemic Abuse and*

Takva se ponašanja nastoje spriječiti prevencijom i upravljanjem sukobom interesa.⁸⁰ Također, sve su glasniji pobornici koji nakon financijske krize iz 2008. godine izražavaju potrebu za većom transparentnošću financijskog sektora prema krajnjim korisnicima – ulagateljima.⁸¹

S obzirom na to da se naknada menadžera fonda vezuje uz postotak vrijednosti (neto) imovine fonda kojim upravlja, mogao bi stjecati financijske instrumente vođen isključivo ciljem povećanja vrijednosti imovine, kako bi ostvario što veću naknadu. Pri tom može zanemariti temeljni cilj fonda, te stjecati samo takve financijske instrumente kojima će se maksimirati prinos fonda, a ne povećavati vrijednost imovine.⁸² Budući da menadžeri fondova, odnosno društva za upravljanje, najčešće djeluju unutar neke bankovne grupacije česta je pojava da financijskim posrednicima s kojima su povezani, isplaćuju prekomjerne posredničke provizije, čime troškovno opterećuju imovinu fonda. To su najčešće njihovi prime brokeri, tj. investicijska društva koja društvima za upravljanje investicijskim fondovima pribavljaju financijske instrumente.⁸³ Također, kako društvo za upravljanje osim što pruža uslugu upravljanja kolektivnim portfeljem (fondom) može pružati i uslugu upravljanja individualnim portfeljem neke pravne ili fizičke osobe, ono može preferirati individualnog klijenta čijim portfeljem upravlja u odnosu na fond, čime također sprječava da dođe do povećanja vrijednosti imovine fonda.⁸⁴ Stoga je **kvalitetno uređenje pitanja rješavanja sukoba interesa** unutar društva za upravljanje i u odnosu na povezane osobe društva za upravljanje ključno za zaštitu ulagatelja.

Sankcioniranje tih pojava zadaća je regulatora, odnosno tijela kojem pripada nadzor nad tim tržišnim segmentom, a to je u nas HANFA.

Executive Malfeasance, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 12 (2), 2004, 170-177.

80 O različitim sukobima interesa koji se pojavljuju u okviru kolektivnih oblika ulaganja kao što su UCITS fondovi vidi više u: Lebbe, I., UCIs: Prevention of Conflicts of Interest, *Protection of Assets and Liability, Uniform Law Review*, 15, 2010, 791-799; Kumpan, C., Leyens, P. C., Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation, *European Company and Financial Law Review*, 5, 2008, 72-100.

81 Bradley, C., Transparency and Financial Regulation in the European Union: Crisis and Complexity, *Fordham International Law Journal*, 35, 2012, 1171-1206.

82 Naknada za upravljanje koju ostvaruje menadžer fonda iskazuje se postotkom od vrijednosti imovine kojom se upravlja. Vidi više: Chen, J., Hong, H., Huang, M., Kubik, J. D., Does fund size erode mutual fund performance? The Role of Liquidity and Organization, *American Economic Review*, 94, 2004, 1276-1302. Vidi još Zitzewitz, E., Who Cares About Shareholders? Arbitrage-proofing Mutual Funds, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 19 (2), 2003, 245-280.

83 Pulliam, S., Zuckerman, G., SEC Examines Rebates Paid to Large Funds, *Wall Street Journal*, 2005, <http://online.wsj.com/news/articles/SB110496678233318071> (posjet 01. lipnja 2013.).

84 Usluga upravljanja individualnim portfeljem je usluga koju mogu pružati i društva za upravljanje investicijskim fondovima i investicijska društva.

Izricanjem posebnih mjera društvu za upravljanje te odgovornim osobama nastoji se uspostaviti ravnoteža povrijeđenih, a pravom zaštićenih interesa. I u praksi HANFE prepoznate su anomalije koje su se sastojale u preferiranju interesa povezanih osoba fonda u odnosu na interese ulagatelja u fond.⁸⁵ Ispravnost odluka regulatora provjerava upravni sud u upravnom sporu.⁸⁶

Osim u postupcima nadzora koje provodi HANFA ili prekršajnim i drugim sudskim postupcima koji se vode zbog povrede propisa javno-pravnog karaktera, anomalije mogu rezultirati povredom propisa privatnog (građanskog i trgovačkog) prava, a njihovo se sankcioniranje zahtijeva u parničnom postupku.⁸⁷ Vrlo složeni, trostrani odnos koji nastaje povodom ulaganja u UCITS fondove otvara pitanja tko može tužiti i biti tužen u sporovima između ulagatelja, društva za upravljanje i depozitara, zbog toga što ulagatelj sklapa ugovor s društvom za upravljanje, ali ne i s depozitarom. Ugovor o obavljanju poslova pohrane zasebne imovine fonda sklapa s depozitarom društvo za upravljanje. No, iako depozitar i ulagatelji nisu u izravnom ugovornom odnosu, depozitarova je temeljna zadaća skrbiti o zasebnoj imovini fonda **isključivo u interesu ulagatelja**.

Europsko pravo kojim se usklađuje investicijske fondove ide u pravcu pooštrenja odgovornosti depozitara, do mjere da se za neke štete (gubitak zasebne imovine fonda) predviđa i objektivna odgovornost. Taj se trend pojavio u domeni alternativnih investicijskih fondova (AIFMD), ali se on u svjetlu planiranih izmjena UCITS zakonodavstva, može iščitati i u domeni UCITS fondova, što je i logično jer se UCITS fondovi nude uglavnom malim ulagateljima, pa bi gubitak zasebne imovine UCITS fonda trebao rezultirati barem jednakim posljedicama kao što se uređuje za alternativne investicijske fondove.

Pitanje aktivne i pasivne legitimacije postaje složenije ako je UCITS fond ustrojen kao pravna osoba.⁸⁸ Naime, iako naše pravo ne poznaje UCITS fondove koji imaju pravnu osobnost, u komparativnom pravu otvoreni fond javnom ponudom može biti pravna osoba. O pitanju imaju li ulagatelji u fondu koji je pravna osoba pravo na izravnu tužbu prema depozitaru,

85 Vidi objavljena rješenja HANFE o privremenom oduzimanju odobrenja za rad. Dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/> (posjet 1. rujna 2013.).

86 Općenito o položaju regulatornih agencija vidi: Petrović, S., Položaj i uloga nezavisnih regulatora, *Pravo u gospodarstvu*, 3, 2008, 462-489. O upravnosudskom nadzoru na primjeru preuzimanja vidi: Čulinović-Herc, E., Zubović, A., *Upravnosudski nadzor nad nezavisnim regulatornim agencijama: aktualnosti u postupcima*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Splitu, 50 (2), 2013, 371 -392.

87 Čulinović-Herc, E., Grković, N., *Odjeci financijskog skandala Madoff u parničnoj praksi zemalja članica Europske unije na primjeru fonda Luxalpha SICAV*, 803-826, u: Uzelac, A., Garašić, J., Maganić, A. (ur.), *Djelotvorna pravna zaštita u parničnom postupku: Pravosudne transformacije na jugu Europe*, Liber amicorum Mihajlo Dika, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2013.

88 Loc. cit.

zauzeta su različita stajališta pred različitim jurisdikcijama u svjetlu skandala Madoff nakon čije su eskalacije uslijedile brojne tužbe za naknadu štete nezadovoljnih ulagatelja pred raznim europskim jurisdikcijama protiv depozitara tih fondova, ali i prema društvima za upravljanje, revizorima fondova i drugim dionicima investicijskog posla koji su bili uključeni u distribuciju tog "proizvoda".

Usporedo s pitanjem aktivne legitimacije, koje se treba riješiti analizom supstancijalnih odredbi mjerodavnog prava,⁸⁹ kao vrlo prijeporno pitanje pojavljuje se i pitanje zasnivanja međunarodne nadležnosti u tim sporovima, posebno ako se uzme u obzir da su UCITS fondovi, kao specifični financijski proizvodi upravo osmišljeni za prekograničnu cirkulaciju. Šteta može nastati u raznim jurisdikcijama, a to je bitno kao kriterij za uspostavu nadležnosti u svjetlu Brisel I Uredbe.⁹⁰ Pored toga pojavljuju se i procesnopravni problemi dvostruke litispendingije, postojanje koneksnih postupaka, koji se dodatno kompliciraju ako je na jednom od stranaka u postupku pokrenut stečajni postupak.

Na organizacijsko-tehničkoj razini procesuiranja ovih sporova pojavljuju se specifični problemi. Često je riječ o supstancijalno zahtjevnim sporovima u kojima ulagatelji kao potencijalni tužitelji teško mogu kvalitetno supstancirati tužbu ako nemaju na raspolaganju isprave koje se najčešće nalaze kod tuženika. Iznosi pojedinačnih šteta koje potražuju ulagatelji mogu biti minorni, ali multiplikativni učinak velikog broja parničara na aktivnoj strani može izložiti tuženika vrlo visokim zahtjevima za naknadu štete.⁹¹ S obzirom na to da se na strani tuženika mogu pojaviti i depozitar fonda i društvo za upravljanje, imajući u vidu da su oboje najčešće članovi jednog financijskog konglomerata, ne daje velike šanse malim ulagateljima.

89 Trgovački sud u Zagrebu, XIV-P-3666/2008 od 28. svibnja 2009., odluka objavljena na: http://www.tszg.hr/cro/TSZG/Sudska-praksa/Parnica/Pravo_drustava/ (posjet 01. srpnja 2013.). Tužitelj društvo za upravljanje K.I. d.o.o. iz Zagreba, podnio je tužbu radi utvrđenja nišetnima odluke glavne skupštine, protiv tuženika "B." d.d. iz Zagreba. Tužitelj je kao društvo za upravljanje upravljalo dvama otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom K.V. i K. B. U portfelju tih fondova nalazile su se dionice tuženika - društva "B", d.d. Tuženik je osporavao aktivnu legitimaciju tužitelja. Sud je utvrdio (temeljem čl. 202. ZIF-a) da otvoreni fond nema pravnu osobnost, i da ga zbog toga zastupa i njime upravlja društvo za upravljanje investicijskim fondovima. Stoga je prigovor nedostatka aktivne legitimacije sud odbacio kao neosnovan.

90 Council Regulation (EC) No 44/2001 of 22 December 2000 on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters, OJ L 12, 16. 1. 2001, 1-23.

91 Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Recent developments in judicial settlement of disputes involving mass shareholder claims towards listed companies: Global, European and Croatian perspective, 501-515, u: Kandžija, V., Kumar, A. (ur.), Economic integrations, competition and cooperation, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010.

Stoga je osjetljivo zakonodavno pitanje i utiranje puta rješavanja sporova, odnosno stavljanje naglaska na izvansudsko rješavanje sporova. Znano je da korisnici financijskih usluga često odustaju od ostvarenja pravosudne zaštite svojih prava, jer se ne žele upuštati u skup i dugotrajan spor s financijskom institucijom. Naše zakonodavstvo ima paletu različitih puteva ostvarenja zaštite povrijeđenih prava potrošača izvansudskim putem.⁹² ZOIFJP je kao način izvansudskog rješavanja sporova između ulagatelja i društva za upravljanje odabrao arbitražu.⁹³ Glavna prednost arbitraže sastoji se u pravomoćnosti arbitražnog pravorijeka, i mogućnosti da se rješavanje spora povjeri stručnjacima i osobama od stranačkog povjerenja, ali je otvoreno pitanje njezine dostupnosti malim ulagateljima, jer ona ipak slovi kao skup izvansudski postupak.

S obzirom na to da se kod ovih sporova na aktivnoj strani može pojaviti veliki broj parničara, postavlja se pitanje kvalitete tog suparničarstva. Stoga je vrlo važno pitanje može li se presuda odnositi i na one koji nisu podnijeli tužbu, što je jedno od ključnih pitanja kolektivnih tužbi, na koje se daju različiti odgovori u komparativnom pravu (*opt in / opt out*). Također, komparativno pravo bilježi različite modele grupnih tužbi: kao što su tužbe u kojima se štite kolektivni interesi neke grupe⁹⁴ ili posebni model postupci.⁹⁵

U pravu zemalja članica EU-a, prisutni su različiti modeli izvansudskog rješavanja sporova iz financijskih usluga, od financijskog ombudsmana do

92 Vidi opširnije Tepeš, N., Izvansudsko rješavanje potrošačkih sporova u Hrvatskoj, 171-200, u: Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V. (ur.), Republika Hrvatska na putu prema Europskom pravosudnom području- rješavanje trgovačkih i potrošačkih sporova, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2010.

93 Drukčije je u sektoru osiguranja: Pauković, H., Instituti zaštite pravnog položaja ugovaratelja osiguranja i osiguranika u hrvatskom i europskom pravu, magistarski rad, Pravni fakultet, Rijeka, 2010. Vidi posebno o pravobraniteljstvu za područje osiguranja pri Hrvatskom uredu za osiguranje, str. 88-101.

94 U nas za potrošače vidi Baretić, M., Individualna i kolektivna zaštita potrošača u hrvatskom pravu, 241-286, u Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V. (ur.), Republika Hrvatska na putu prema Europskom pravosudnom području - rješavanje trgovačkih i potrošačkih sporova, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2010. Vidi još: Howells, G., Group or Class Actions in the United Kingdom Effective Legal Redress – The Consumer Protection Instruments of Actions for Injunctions and Group Damages Actions, Bundesministerium für Soziale Sicherheit Generationen und Konsumentenschutz, Wien, 2006, 59-65, http://www.bmsg.gv.at/cms/site/attachments/0/8/3/CH0036/CMS1141717684789/eu-studie_teil_i.pdf (posjet 01. travnja 2012.).

95 Vidi Reuschle, F., The Capital Markets Model Case Act - a new type of a Class Action?, <http://www.eu2006.bmsg.gv.at/cms/eu2006EN/attachments/2/0/9/CH0604/CMS1133512397104/reuschle.pdf> (posjet 01. travnja 2012.). Vidi još: Čulinović - Herc, E., Butorac Malnar, V., Arbitražno rješavanje sporova između ulagatelja i društava koja kotiraju na burzi zbog povrede dužnosti objave informacija na tržištu kapitala, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 59 (4), 2009, 635-678.

arbitraže, ili tijela koje je pridruženo nadzornoj instituciji.⁹⁶ Naravno da će s otvaranjem hrvatskoga tržišta kapitala i ulaskom novih tržišnih takmaca domaćim ulagateljima biti više dostupni "proizvodi", odnosno UCITS fondovi društava za upravljanje koja dolaze iz EU-a. U slučaju nastanka spora, prekogranični element dodatno otežava ostvarenje postupovnoppravne zaštite. Kada se pojave prekogranični sporovi između davatelja i korisnika financijske usluge koji su iz različitih država članica EU-a, na razini EU-a oblikovana je posebna mreža koja ima zadatak posredovati pri izvansudskom rješavanju. Mreža FIN-NET dovodi u vezu potrošača ili izravno s tijelom koje izvansudskim putem rješava takve sporove u zemlji članici davatelja usluge ili ga upućuje na takvo tijelo u potrošačevoj zemlji članici.⁹⁷ Posljednje izmjene Zakona o parničnom postupku⁹⁸ u nas uvode mogućnost podnošenja grupnih tužbi.⁹⁹ No ovlaštenje za podnošenje te tužbe mora biti predviđeno posebnim zakonom,¹⁰⁰ što prema rješenjima sadržanima u ZOIFJP-u nije slučaj.

96 Posebno o rješavanju potrošačkih sporova iz financijskih usluga, vidi: Čulinović-Herc, E., Žunić Kovačević, N., Izvansudsko rješavanje potrošačkih sporova iz financijskih usluga – europska iskustva i prijedlog rješenja za hrvatsko pravo, 217 – 240, u: Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E., Butorac Malnar, V. (ur.), Republika Hrvatska na putu prema Europskom pravosuđnom području - rješavanje trgovačkih i potrošačkih sporova, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2010.

97 Više o FIN_NET-u vidi: Čulinović-Herc, E., Žunić Kovačević, N., Extrajudicial Settlement of Consumer's Disputes in Domain of Financial Services, EU and Croatia, 413-419, u: Kandžija, V., Kumar, A. (ur.), 50 Years of European Union, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2008.

98 NN 53/91, 91/92, 58/93, 112/99, 88/01, 117/03, 88/05, 02/07, 84/08, 123/08, 57/11, 148/11, 25/13.

99 Vidi Glava 32a ZPP-a: Tužba za zaštitu kolektivnih interesa i prava.

100 Čl. 502. a. st. 1. ZPP.

GLAVA II.

POVIJESNI RAZVOJ I PRAVNI IZVORI

1. Povijesni razvoj investicijskih fondova	25
1.1. Preteče modernih investicijskih fondova	25
1.2. Razvoj pravnih oblika investicijskih fondova	27
2. Pravni izvori	31
2.1. Usporedno pravo i pravo RH	31
2.1.1. Velika Britanija	31
2.1.2. SAD	34
2.1.3. Njemačka	37
2.1.4. Italija	41
2.1.5. Austrija	43
2.1.6. Slovenija	44
2.1.7. Luksemburg	46
2.1.8. Francuska	49
2.1.9. Republika Hrvatska	53
2.1.9.1. Postupan razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova	53
2.1.9.2. Preuzimanje nove pravne stečevine EU-a	56
2.1.9.3. Vrste fondova prema ZOIFJP-u i ZAIF-u	58
2.1.9.4. Razlikovanje fondova prema načinu prikupljanja kapitala	60
2.1.9.5. Razlikovanje fondova prema posebnoj namjeni	61
2.1.9.6. Atipični investicijski fondovi	62
2.1.9.7. Ostali kriteriji razlikovanja fondova	63
2.1.9.8. Uređenje nadzornih ovlasti HANFE	64
2.1.9.9. Suradnja HANFE s nadzornim tijelima država članica i tijelima EU-a	66
2.2. Europsko pravo	69
2.2.1. Postupan razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova	69
2.2.2. UCITS III	71
2.2.2.1. UCITS III – Direktiva o proizvodu	73

2.2.2.2. UCITS III – Direktiva o upravljanju	77
2.2.3. Direktiva o dopuštenim ulaganjima investicijskih fondova	88
2.2.4. UCITS IV Direktiva	89
2.2.5. AIFM Direktiva	91
2.2.6. Prijedlog UCITS V Direktive	96

GLAVA II.

POVIJESNI RAZVOJ I PRAVNI IZVORI

1. Povijesni razvoj investicijskih fondova

1.1. Preteče modernih investicijskih fondova

Današnji investicijski fondovi međusobno se razlikuju po mnogim karakteristikama. Ipak, ono što im je zajedničko jest da se radi o kolektivnom ulaganju, koje je za razliku od individualnog mnogo privlačnije i dostupnije malim ulagateljima. Mali ulagatelji ne raspolažu s toliko sredstava da bi svojim ulaganjem mogli ostvariti značajnije koristi od disperzije ulaganja u različite kategorije imovine. Također nemaju niti stručnog znanja kojim bi mogli ocijeniti koji će oblik ulaganja ostvariti najveći prinos. Stoga se pojavila potreba za **uslugom profesionalnog upravljanja kolektivnim portfeljem**. Investicijski fondovi rasli su i razvijali se postupno, usporedo s inovacijama¹⁰¹ koje su razvijali subjekti koji trguju vrijednosnim papirima. Time se ujedno proširivao spektar investicijskih mogućnosti za širu javnost.

Određeni oblici ulaganja prije 18. stoljeća imali su neke karakteristike današnjih modernih fondova. Radi se o tzv. *contracts of survival*¹⁰² i

101 Neke od tih inovacija su sekuritizacija duga (*debt securitization*) i supstitucija dionica (*stock substitution*). One su se uglavnom koristile radi prevladavanja prepreka povezanih s inozemnim ulaganjima. Za prvu je tehniku svojstveno da utjelovljuje dug u vrijednosni papir koji nakon toga postaje podoban za samostalno trgovanje na tržištu kapitala, dok druga tehnika podrazumijeva da se dionice "prepakiravaju" primjerice u manje apoene kojima se lakše trguje. O istome vidi više: Rouwenhorst, K. G., The origins of mutual funds, Yale ICF Working Paper No. 04-48, 2004, 1-33, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146 (posjet 01. lipnja 2013.).

102 Ibid., str. 3. *Contracts of survival* uključuje *life annuities* i *tontines*. *Tontine* je ulagateljska shema za prikupljanje kapitala osmišljena 1653. godine u Francuskoj. Postala je relativno raširena tijekom 18. i 19. stoljeća. Nazvana je prema svom izumitelju, napolitanskom bankaru Lorenzu de Tontiju, a prvi put je organizirana u nizozemskom gradu Kampen 1670. godine nakon što isti prijedlog nije dobio odobrenje francuske vlade. Kombinira značajke skupne rente i lutrije na način da svaki ulagatelj/član uplati dogovoreni iznos u fond i od tog trenutka prima isplate. Kada neki od članova umre, njegov dio se dijeli na ostale ulagatelje čime se udio potonjih povećava i postupak nastavlja sve dok ne ostane samo jedan ulagatelj. Za razliku od javnih tontina iza kojih je stajala država, privatni tontini su morali na određen način jamčiti periodične isplate članovima. To su činili ulaganjem inicijalnih uloga u kupnju

plantažnim zajmovima (*plantation loans*).¹⁰³ Već je tu bila prisutna ideja zajedničkog ulaganja u *pool* financijske i nefinancijske imovine. Njihovim postupnim razvojem nastali su i prvi fondovi zasnovani na koncepciji *trusta* (*investment trusts*).

Još uvijek postoje prijevori o tomu koji se fond smatra prvim osnovanim investicijskim fondom. Ideja ulaganja u fond (*mutual fund*) začeta je u Nizozemskoj. Amsterdamski trgovac i broker **Abraham van Ketwich** osnovao je trust **Eendragt Maakt Magt**¹⁰⁴ koji je ulagao u banke, inozemne obveznice i plantažne zajmove na Karibima.¹⁰⁵ Taj je fond, kao i oni čije je osnivanje tek uslijedilo, inzistirao na diversifikaciji portfelja.¹⁰⁶ Ideja je potpuno zaživjela 1822. godine osnivanjem zatvorenih fondova u vrijeme nizozemskog kralja Williama I. Koncept se proširio u Švicarsku 1849. godine te u Škotsku tijekom 1880-ih godina. Broker Robert Fleming osnovao je prvi fond u Škotskoj pod nazivom *First Scottish American Investment Trust*. Prvi investicijski fond osnovan u **Velikoj Britaniji**¹⁰⁷ je današnji *Foreign and*

financijskih instrumenta. Znatna razlika u odnosu na investicijske fondove bila je neprenosivost jer su udjeli iz tontina bili vezani uz osobu člana.

- 103 Ibid., str. 4. Plantažni zajmovi bili su aktualni u 18. stoljeću kada se pojavila sekuritizacija hipoteke nad plantažom na području današnjih Kariba. Privatni zajmovi su se "pretvarali" u vrijednosne papire kojima se može trgovati na tržištu. Tu su tehniku prvi primjenili Deutz&Co 1695. godine odobrenjem zajma tadašnjem austrijskom caru, na način da je zajam bio osiguran cesijom carevih prihoda iz rudnika žive. Daljnji zajmovi caru financirali su se izdavanjem obveznica na nizozemskom tržištu kapitala od njegovih nasljednika pri čemu su se istim prihodima osiguravala navedena izdanja obveznica. Ista metoda primjenjena je na plantažnim zajmovima. Deutz je imao dvostruku ulogu djelujući istodobno i kao izdavatelj - financijer i komisionar. Izdavao je obveznice te koristio prihode kao podlogu za ostvarenje hipotekarnog zajma nad plantažom, a plantažeri su zauzvrat slali usjeve u Nizozemsku gdje ih je Deutz prodavao kao komisionar. Dobit od prodaje usjeva i nekretnine na kojoj je bila plantaža (uključujući opremu i robove) služile su kao osiguranje imateljima obveznica. Postupno su se umjesto obveznica počele izdavati dionice.
- 104 Naziv prema maksimi Republike Nizozemske (1581. - 1795.) "jedinstvo stvara snagu".
- 105 Rouwenhorst, K. G., *The origins of mutual funds*, op. cit., str. 5-10. Predviđeno trajanje fonda bilo je 25 godina, no poslovaio je sve do 1824. godine. Ulagateljima je zajamčena dividenda od 4%, a upisi su bili otvoreni za sve ulagatelje. Danas bi takav fond bio najbliži *investment trustu* zatvorenog tipa (izdaje fiksni broj dionica). Prema prospektu fonda (još uvijek sačuvanom u državnom arhivu Amsterdama), nadzor nad ulagateljskom politikom fonda bio je povjeren komisionarima *trusta*, dok je poslove svakodnevnog upravljanja fondom obavljao broker van Ketwich. U prospektu su se također navodile kategorije potencijalnih ulaganja (geografski grupirane obveznice iz inozemstva i plantažnih zajmova) te obveza diverzifikacije portfelja.
- 106 Ibid., str. 10. U prospektu fonda Voordeel en Voorsigtig (Profitable and Prudent) objašnjava se prednost diverzifikacije portfelja: "kako ništa nije sigurno, već podložno fluktuacijama, opasno je alocirati kapital na manji broj vrijednosnih papira...".
- 107 *Investment trusts* su fondovi koji su uvršteni na londonsku burzu (LSE) i pripadaju u tzv. zatvorene fondove. Mogu koristiti tehniku financijske poluge, odnosno zaduživanja pri čemu se zajmovi smatraju sastavnim dijelom imovine fonda (*gearing*

Colonial Investment Trust PLC, koji datira iz 1868. godine.¹⁰⁸ Njegov je cilj bio omogućiti ulagatelju skromnih financijskih mogućnosti smanjenje rizika ulaganja tako da se ulaganje *trusta* disperzira na veći broj dionica.

1.2. Razvoj pravnih oblika investicijskih fondova

Odabir *trusta*¹⁰⁹ kao **pravnog oblika** podobnog za ulaganje na kolektivnoj osnovi zaslužuje određeni komentar. Koji su povijesni razlozi doveli do toga? *Trust* je institut stvarnog prava karakterističan za države anglosaksonskog pravnog kruga. On omogućava da se njime objedine funkcije koje imaju različiti nositelji određenih **stvarnopravnih ovlaštenja** na nekoj imovini. *Trustees* su osobe kojima pripada naslov (*title*) vlasnika imovine, menadžeru fonda je delegirana ovlast upravljanja imovinom fonda (*control*), dok su ulagatelji osobe u čiju se korist imovinom upravlja (*beneficiaries*). Time se institut *trusta* posebno pokazao pogodnim za kolektivna ulaganja. U početku se ipak više koristio za rješavanje pitanja kome pripada imovina fonda, nego što je dolazilo do izražaja njegova komponenta upravljanja u interesu ulagatelja. Ipak, *trust* nije bio jedini pravni oblik za kolektivna ulaganja već je to svojstvo imalo i trgovačko društvo (*company*). *Trust* i *company* su kao dva kompetitivna modela poniknula iz različitih izvora, ali su s vremenom međusobno interferirala. U određenim etapama razvoja jedan je oblik bio razvijeniji i imao je primat u očima ulagatelja naspram onoga drugog.

Tako se u razvoju prava Velike Britanije može uočiti nekoliko etapa razvoja *trusta* i društava kao pravnih modela pogodnih za ustroj kolektivnog ulaganja. U **prvoj etapi** (1600. do 1720. godine) *trust* je bio razvijeniji skup pravila, dok je pravo društava bilo nesređeno i podnormirano. Nisu postojale jasne razlike između tipova društava i pravila pod kojima ona djeluju. Stoga su sudovi u rješavanju sporova između članova trgovačkog društva rado posezali za načelima *trusta*.¹¹⁰ Čak i trgovačka društva koja nisu bila pravne

ili leverage). *Unit trusts* su otvoreni i ne kotiraju na burzi kao ni *open end investment companies* koja su društva s varijabilnim kapitalom. Poblize o njima vidi još u Glavi II., pod točkom 2. 1. ove knjige.

108 Kam, F. S., *The Legal Nature of The Unit Trust*, op. cit., str. 23.

109 *Trust* kao pravni pojam znači povjereno dobro, ostava, polog, depozit; skrbništvo, starateljstvo; odgovornost skrbnika, dok se *trustee* prevodi kao čuvar, povjerenik, tutor. Vidi: Filipović, R., *et al.*, *Englesko hrvatski rječnik*, Školska knjiga, Zagreb, 2004., str. 1193. Tako se danas, u kontekstu *trusta*, govori o uslugama deponiranja i čuvanja imovine (*depository and trust services*). Iako se između dužnosti povjerenika *trusta* i dužnosti depozitara danas ne može staviti znak jednakosti, ipak se u terminološkom smislu prepoznaju sličnosti. Naime, jedna od osnovnih dužnosti depozitara u investicijskom poslu jest upravo *safekeeping*, odnosno čuvanje imovine fonda.

110 Okolnost da su trgovačka društva bila pod jurisdikcijom *Chancery Court* (suda koji je sudio po *equity*, a ne po *common law* pravilima), govori u prilog tezi da su načela *trusta*, koja su se dotad razvila u precedentnoj sudskoj praksi, često primjenjivala na

osobe smatrala su se u to doba povjerenicima imovine članova tog društva. Direktore se također smatralo povjerenicima (*trustees*), zbog tadašnjeg ograničenog vokabulara.¹¹¹ Unatoč podnormiranosti, a zahvaljujući britanskoj ekspanziji u području prekoceanske trgovine, početak 18. stoljeća naziva se *company boom periodom*.¹¹²

On je prekinut 1720. godine donošenjem *Bubble Acta* koji označava početak **druge etape**, i koji je izdavanje prenosivih vrijednosnih papira uvjetovao ishodom *chartera*.¹¹³ Kako je *charter* bilo teško ishoditi, kolektivna ulaganja okrenula su se *trustu*, nastojeći istovremeno oživiti tadašnje dioničko društvo (*joint stock company*). Rezultat je svojevrsni križanac, tzv. *deed of settlement company*¹¹⁴ u kojem je aktivnu ulogu upravljanja imao direktor/menadžer, a pasivnu ulogu tijelo *trustees*. *Trustees* su bili nužni zbog rješavanja pitanja pripadnosti imovine društva. *Trust* je tako zaštitio dioničko društvo od primjene *Bubble Acta* što je u konačnici potvrđeno određenim presudama *Chanchery Courta*.¹¹⁵

Treća etapa nastupa ukidanjem *Bubble Acta* 1825. godine te donošenjem *Limited Liability Acta* 1855. godine. Promjene su bile potaknute pojavom novog profila ulagatelja: *trustees* su postali aktivni ulagatelji, menadžeri nova imućnija klasa, a kao novi ulagatelji pojavljuju se i osobe bez iskustva i znanja u poslovima ulaganja koji nisu zainteresirani za upravljanje. Nedostatak nadzora *trusteeja* nad upravom (menadžerima) društva u koje su počeli ulagati rezultirao je kompromisom utjelovljenim

odnose unutar trgovačkih društava, pa je tako i razvijen koncept obveza direktora prema društvu. Kako su se *trustovi* prvenstveno osnivali radi upravljanja nekom imovinom, načela *trusta* bila su osobito prikladna za stvarno pravo. Kam, F. S., *The Legal Nature of The Unit Trust*, op. cit., str. 11-12.

111 Ibid., str. 8. U zemljama *common law* tradicije u današnje se vrijeme bilježi suprotan trend. Sudovi su skloni na sporna pitanja iz *trusta* primijeniti načela korporativnog prava koje se u međuvremenu razvilo, očigledno uvjereni u njihovo zajedničko podrijetlo.

112 To je vrijeme prvog vala špekulacija dionicama. Godine 1719. *South Sea Company* uvela je grandioznu shemu upisa dionica, koja je neslavno završila, nakon čega je u javnosti potpuno dovedeno u pitanje shvaćanje o društvu kao prikladnom obliku za obavljanje gospodarske djelatnosti.

113 *Charter* je isprava, povelja, povlastica. Filipović, R., *et al.*, Englesko hrvatski rječnik, op. cit., str. 167.

114 Kam, F. S., *The Legal Nature of The Unit Trust*, op. cit., str. 13-18. Trgovci su zaobilazili zakon koristeći se *deed of settlement company*, koristeći *trust* za osnivanje društva bez dozvole kralja ili parlamenta. *Deed of settlement* označavao je ugovor o osnivanju društva koji je osim načina upravljanja društvom, uređivao i stvarnopravna pitanja. Kako prema tadašnjem *common lawu*, društvo bez *chartera* nije moglo biti vlasnikom imovine, *trust* je postao sredstvo koje je omogućavalo da društvu (bez pravne osobnosti) pripadne imovina te u konačnici olakša vođenje postupaka pred sudom koji su bili upravljani za zaštitu, odnosno očuvanje te imovine. Članovi društva ulagali su kapital kojim je trebalo upravljati na zajedničku korist svih njih, a ta je ovlast pripala direktorima koje su oni imenovali i koji su im odgovarali.

115 Ibid., str. 18.

u *Limited Liability Actu* – ulagateljima je omogućeno da odgovaraju samo do iznosa koji su uložili u društvo. Tako je *trust* utjecao na razvoj prava društava, a društva su postala popularno sredstvo za kolektivna ulaganja. Javlja se i prve *investment trust companies*.¹¹⁶

Šezdesete godine 19. stoljeća poznate su kao olujno desetljeće u Velikoj Britaniji koje je kulminiralo velikom panikom ulagatelja 1866. godine te rezultiralo padom popularnosti ulaganja koje se zasnivalo na ograničenoj odgovornosti ulagatelja. U takvim okolnostima, dvije godine kasnije pojavili su se prvi *unit trustovi* obećavajući veliku dobit. Prvim se smatra *The Foreign and Colonial Trust* osnovan 1868. godine.¹¹⁷ Ipak, nakon prvostupanjske odluke u predmetu *Sykes v. Beadon*¹¹⁸ premoć su ponovo preuzela društva, a *trustovi* su ponovno postali aktualni tek njihovim preuzimanjem iz SAD-a.

Godine 1936. u jednom izvješću upućenom britanskom parlamentu govorilo se o snažnom porastu *unit trustova*.¹¹⁹ Iako se prvi moderni *unit trust* pojavio 1931. godine,¹²⁰ do 1936. godine već ih je bilo 67. Burza je izrazila zabrinutost glede tako strukturiranog oblika ulaganja. Prema njihovu shvaćanju, ulaganje u *unit trust* nema onu kvalitetu niti sigurnost kao ulaganje u vrijednosne papire koji su uvršteni na burzu.¹²¹ Stoga je 1939. godine donesen *Prevention of Fraud (Investments) Act* prema kojem je *unit trust* za obavljanje svoje djelatnosti morao dobiti odobrenje od *Board of Trade Unit Trust*,¹²² a zabranjeno je bilo javno oglašavanje onih ulagateljskih shema koje nisu ishodile odobrenje.

116 Godine 1860. osnovana je u Škotskoj "*Scottish American Investment Company*" prema *Joint Stock Companies Actu* iz 1856. godine. U Engleskoj su 1863. godine osnovana prva dva *investment trust* društva "*The London Financial Association*" i "*The International Financial Society*". Ibid., str. 22.

117 *Unit trust* se ipak razlikovao od *deed of setteletmet company*. Ibid., str. 25.

118 U toj se odluci tvrdilo je *trust* ilegalna organizacija u slučaju ako ima više od 20 osoba koje su se udružile radi stjecanja dobiti, a istodobno nije registriran prema *Companies Actu* iz 1862. Iako je odluka drugog stupnja bila drugačija, u međuvremenu je većina *unit trustova* pokrenula postupke preoblikovanja tako da je *trust* još jednom izgubio bitku protiv kompanije. Ibid., str. 26.

119 Fixed Trusts – Report of the Departmental Committee Appointed by the Board of Trade, 1936 (Cmd. 5259), citirano u Kam, F. S., *The Legal Nature of The Unit Trust*, op. cit., str. 27.

120 Godine 1931. osnovan je "*First British Fixed Trust*". Specifičan je po tome što je to prvi *trust* ustanovljen ugovorom sklopljenim između profesionalnog menadžera i *trusteeja* (što se bitno razlikuje od *deed of settlement* koji je označavao sporazum *trusteeja* i ulagatelja). Također, taj je fond nudio koncept otkupa udjela koje društvo nije moglo ponuditi. Ibid., str. 29. i 30.

121 Report of the Stock Exchange Sub-Committee on Fixed Trusts (1935), reprinted in *The Economist*, 7 March 1936. citirano u Kam, F. S., *The Legal Nature of The Unit Trust*, op. cit., str. 32. - 33.

122 Kasnije je tu ulogu preuzeo *Securities and Investments Board* prema *Financial Services Actu* iz 1986. godine. Danas tu ovlast ima *Financial Services Authority (FSA)* kojem je ta ovlast pripala 2000. godine donošenjem *Financial Services and Markets Acta*.

Propast društva za upravljanje fondovima *Norton Warburg* do kojeg je došlo 1980. godine,¹²³ stvorio je potrebu za dodatnom regulacijom koja je i uvedena *Financial Services Actom* iz 1986. godine.¹²⁴ Njime je započela temeljita modernizacija propisa koji uređuju financijske usluge u Velikoj Britaniji.

U današnje vrijeme *unit trust* označava investiranje otvorenog tipa (*open-end investment*) što znači da vrijednost imovine *trusta* uvijek izravno odražava ukupan broj izdanih udjela pomnoženih s cijenom udjela, od čega se odbijaju naknada za upravljanje i drugi s time povezani troškovi. *Trustees*, odnosno povjerenici fonda, brinu da fond menadžer upravlja fondom (*trustom*) držeći se investicijskih ciljeva zacrtanih *trust deedom*.¹²⁵ Prava koja nastaju *trust deedom* nazivaju se *units*. Gower¹²⁶ je opisao *unit trust* kao pravni institut koji je nastao križanjem instituta *trusta* s društvom s ograničenom odgovornošću, odnosno pukim širenjem «privatnog» *trusta* u polje prava trgovačkih društava.

Promatrajući ovaj postupni razvoj iz današnje perspektive može se uočiti da komparativnopravno gledano postoje **tri temeljna oblika investicijskih fondova**: fondovi utemeljeni na *trustu* (specifični za države anglosaksonskog pravnog kruga), fondovi ugovorne naravi koji nemaju pravnu osobnost¹²⁷ te fondovi osnovani kao pravne osobe.¹²⁸ Također, prikazani razvoj naglašava postojanje različitih funkcija koje su u investicijskom poslu dodjeljene različitim subjektima. Navedeni oblici fondova, kao i razlikovanje funkcija prepoznati su i u današnjem europskom pravu investicijskih fondova koje je harmonizirano, tzv. UCITS direktivama i AIFM Direktivom.¹²⁹ Tako

123 Robinson, P., *Financial Crime and the City*, 2004, www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2004/SP191.shtml (posjet 01. listopada 2013.).

124 Page, A. C., Ferguson, R. B., *Investor Protection*, Cambridge University Press, 1992, Chapter 15.

125 *Ibid.*, str. 2.

126 Gower, L. C. B., *The Principles of Modern Company Law*, Stevens & Sons, London, 1954, str. 229.

127 Europske direktive koje uređuju investicijske fondove nazivaju ih *common funds*, dok su u njemačkom zakonodavstvu označeni kao *Sondervermögen*. U francuskom i luksemburškom pravu nazivaju se *fond commun de placement*, a u talijanskom *fondi comuni di investimento*.

128 Izraz korišten u UCITS i AIFM direktivama jest *investment company*, čiji doslovan prijevod može navesti na pogrešno shvaćanje da se radi o investicijskim društvima koja su u RH uređena Zakonom o tržištu kapitala. Ipak, u okviru navedenih direktiva govori se o fondovima koji imaju pravnu osobnost. U Njemačkoj se tako osnivaju, npr. *Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital*, u Francuskoj, Luksemburgu i Italiji, tzv. SICAV fondovi (fr. *société d'investissement à capital variable*, tal. *società di investimento a capitale variabile*). Luksemburško pravo poznaje i tzv. SICAF (*société d'investissement à capital fixe*).

129 UCITS fondovi namjenjeni su prvenstveno malim ulagateljima te su stoga i posebno regulirani u odnosu na alternativne fondove uređene AIFM Direktivom. Više o pravnom uređenju fondova u europskom pravu u Glavi II., pod točkom 2. 2. ove knjige.

funkciju upravljanja fondom kod fondova bez pravne osobnosti obavlja društvo za upravljanje (menadžer fonda), dok fond osnovan kao pravna osoba može odabrati hoće li upravljati samim sobom ili će kao menadžera označiti posebno društvo za upravljanje. Posebna uloga dodjeljena je depozitaru koji obnaša funkciju čuvanja, odnosno pohrane imovine fonda. U daljnjem komparativnom prikazu prikazat će se pravni izvori kojima se uređuju investicijski fondovi u različitim državama, kao i njihova tipologija.

2. Pravni izvori

2.1. Usporedno pravo i pravo RH

2.1.1. Velika Britanija

Pravni okvir uređenja svih financijskih usluga u Velikoj Britaniji danas čini *Financial Service Act* iz 2010. godine (dalje u tekstu: FSA 2010).¹³⁰ Ovaj se zakon ubraja u kategoriju opće primjenjivoga javnog zakonodavstva Velike Britanije.¹³¹ FSA 2010 definira svoje polje primjene u odnosu na investicijske fondove tako da se relevantnim investicijskim fondom (fond kojeg nadzire FSA) smatra fond čija se imovina sastoji od financijskih instrumenata kojima se trguje u Velikoj Britaniji ili čije udjele izdaje društvo koje je osnovano u Velikoj Britaniji.¹³² Osebnost prava Velike Britanije je što se samo osnove uređenja investicijskih fondova reguliraju, tzv. primarnim zakonodavstvom, dok se detaljnije odredbe nalaze u sekundarnom zakonodavstvu, i to u aktima koji se nazivaju *Statutory Instruments*.

Temeljni zakon koji uređuje vrste investicijskih fondova je *Financial Services and Markets Act 2000* (dalje u tekstu: FSMA 2000)¹³³ i to **u dijelu XVII. koji nosi naslov "Kolektivne investicijske sheme"** (*Collective Investment Schemes*). Pojam investicijskog fonda kao kolektivnog oblika ulaganja sadržan je u Sec. 235. FSMA 2000.¹³⁴ U zakonodavstvu Velike

130 Dostupno na: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/28/pdfs/ukpga_20100028_en.pdf (posjet 01. listopada 2013.).

131 Izvornik "UK Public General Acts". U istu kategoriju zakonodavnih akata spada i Regulation of Financial Services (Land Transactions) Act 2005, dostupno na: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2005/24> (posjet 01. listopada 2013.).

132 Sec. 165A st. 8. FSA 2010.

133 Dostupno na: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> (posjet 01. listopada 2013.).

134 Definicija kolektivne investicijske sheme u izvorniku glasi: (1) In this Part "collective investment scheme" means any arrangements with respect to property of any description, including money, the purpose or effect of which is to enable persons taking part in the arrangements (whether by becoming owners of the property or any part of it or otherwise) to participate in or receive profits or income arising from the acquisition, holding, management or disposal of the property or sums paid out of such profits or income. (2) The arrangements must be such that the persons who are to

immobilier) nekretninske fondove, koji su ekvivalent FCP fondovima. To znači da nekretninski fondovi mogu biti osnovani sa ili bez pravne osobnosti.

2.1.9. Republika Hrvatska

2.1.9.1. Postupan razvoj pravnog uređenja 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 fondova osnivanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova. Investicijske fondove kao i društva koja njima upravljaju nadzirala je najprije Komisija za vrijednosne papire, a nakon toga Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, koja je utemeljena Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (HANFA, u daljnjem tekstu: ZA).²⁶⁸ HANFI je doznačena uloga nadzora nad svim institucijama nebankovnog segmenta financijskog tržišta, pa tako i nad investicijskim fondovima i njihovim društvima za upravljanje i depozitarima. **Prvi Zakon o investicijskim fondovima donesen je 1995. godine,**²⁶⁹ te je bio neznatno mijenjan dva puta.²⁷⁰

Krajem 2005. godine donesen je Zakon o investicijskim fondovima (dalje u tekstu: ZIF)²⁷¹ koji je trebao uskladiti domaće zakonodavstvo s Direktivom UCITS III,²⁷² pripremiti domaću fondovsku industriju za prekogranično pružanje usluga, a pritom je između ostalog uređio i nove oblike fondova. **Prema ZIF-u, razlikovali su se fondovi javnom od fondova privatnom ponudom.** U fondove javnom ponudom ubrajali su se: otvoreni investicijski fondovi javnom ponudom, i zatvoreni investicijski fondovi javnom ponudom čije su podvrste bili: zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u neuvrštene vrijednosne papire i zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine. Kao fondovi privatnom ponudom postojali su samo otvoreni fondovi i to investicijski fond

268 Zakon o HANFI, izglasan 17. studenog 2005. godine, stupio je na snagu 1.01.2006. godine, NN br. 140/05, 12/12.

269 Zakon o investicijskim fondovima, NN 107/95.

270 Izmjene i dopune Zakona o investicijskim fondovima, NN 12/96, 114/01.

271 Zakon o investicijskim fondovima, NN 150/05.

272 Otvoreni fondovi bili su usklađeni s UCITS III Direktivom, dok zatvoreni fondovi tada nisu bili usklađeni u okviru europskog prava, pa je razvoj zatvorenih fondova ostao u domeni nacionalnih zakonodavstava. ZIF ih je definirao isključivo kao zatvorene fondove s javnom ponudom čiji je najniži iznos temeljnog kapitala morao biti 5 milijuna kuna. Dionice ovog fonda morale su biti uvrštene na burzu ili uređeno javno tržište, u protivnom je to trebalo biti jasno naznačeno u tvrtki fonda. ZIF je propisivao i ograničenja ulaganja zatvorenog fonda te je ovo bila jedina vrsta investicijskih fondova s javnom ponudom koji su, prema tadašnjoj tipologiji fondova, bili prikladni za ulaganje u nekretnine.

s privatnom ponudom²⁷³ i otvoreni investicijski fondovi privatnom ponudom rizičnog kapitala. U fondove privatnom ponudom mogli su ulagati samo **kvalificirani ulagatelji** čija su se svojstva razlikovala ovisno o tomu jesu li ulagali u fondove privatnom ponudom ili u fondove privatnom ponudom rizičnog kapitala. Najveću vrijednost neto imovine i gotovog novca morali su imati oni kvalificirani ulagatelji koji ulažu u otvorene investicijske fondove rizičnog kapitala. Tako ukupan broj imatelja udjela u fondu koji se nudi privatnom ponudom (a to mogu biti samo otvoreni fondovi) nije smio nikada biti veći od 200,²⁷⁴ a u fondu rizičnoga kapitala nije smio biti veći od 20.²⁷⁵ Pritom je najniža prva uplata jednog ulagatelja u otvoreni fond privatnom ponudom iznosila 750.000,00 kuna, dok je kod otvorenog fonda privatnom ponudom rizičnog kapitala najniži iznos maksimalne obveze uplate pojedinog ulagatelja u fond iznosio 10.000.000,00 kuna.

U razvoju prava kojim se uređuju investicijski fondovi veliku ulogu imala je HANFA kroz multiplicitet svojih ovlasti, koje su se dijelom temeljile na Zakonu o HANFI, a dijelom na ZIF-u.

Tako je HANFA u okviru svojih **regulatornih ovlasti** donijela u provedbi ZIF-a 49 pravilnika, 6 tehničkih uputa i 3 mišljenja.²⁷⁶ Za očekivati je da će se taj intenzitet normativne aktivnosti nastaviti zbog ovlasti ESMA-e kao krovnog regulatora na razini EU-a. HANFI su bile doznačene **nadzorne ovlasti** nad radom fondova, društava za upravljanje, depozitne banke i osoba koje obavljaju prodaju udjela i dionica.²⁷⁷ HANFI je pripadala i **ovlast izricanja sankcija**²⁷⁸ ako je utvrdila da društvo za upravljanje krši odredbe zakona, provedbenog propisa, ne postupa u skladu s prospektom i statutom fonda i dr. Aktivnost društava za upravljanje vezana uz osnivanje i upravljanje investicijskim fondovima popraćena je **davanjem**

273 To je zasebna imovina bez pravne osobnosti, koju osniva društvo za upravljanje fondovima radi prikupljanja novčanih sredstava, i to od onih ulagatelja (tzv. kvalificirani ulagatelji) čija neto vrijednost imovine prelazi 1,5 milijuna kuna i čiji ulog u fond ne može jednokratno biti niži od 750 tisuća kuna. Imovina fonda ne smije biti manja od 5 milijuna kuna. Osnivanjem takvih fondova omogućilo se preuzimanje većeg investicijskog rizika.

274 Društvo za upravljanje može prospektom fonda odrediti najveći dopušteni broj ulagatelja u fond, s time da ukupan broj ulagatelja u fondu niti u jednom trenutku ne smije prijeći gornju granicu od 200 ulagatelja (čl. 124. st. 3. ZIF).

275 Društvo za upravljanje može prospektom fonda odrediti najveći dopušteni broj ulagatelja u fond, s time da ukupan broj ulagatelja u fondu niti u jednom trenutku ne smije prijeći gornju granicu od 20 ulagatelja (čl. 203. st. 5. ZIF).

276 Dostupno na: <http://www.ripe.hanfa.hr/hr/regulativa/trziste-kapitala/> (posjet 01. rujna 2013.).

277 Čl. 1. i čl. 224. ZIF.

278 Riječ je o novčanim sankcijama, privremenom ili trajnom oduzimanju odobrenja za poslovanje društva, davanju naloga društvu za upravljanje poduzeti određene radnje, objava poziva drugim društvima za upravljanje fondovima za podnošenje ponuda i zahtjeve za upravljanje određenim fondom, zabrana isplate s računa jamstvenog pologa, zabrana raspolaganja imovinom fonda i dr.

raznih odobrenja koja se moraju zatražiti od HANFE, i na razini fonda i na razini društva za upravljanje.²⁷⁹ Ta su se odobrenja mogla i oduzeti u zakonom predviđenim situacijama.²⁸⁰ HANFA je **vodila (i sada vodi) registar fondova RH** u koji su se morali upisati svi fondovi.²⁸¹ Upisu je moralo prethoditi odobrenje za rad.²⁸²

Kao tijelo koje nadzire tržišni segment investicijskih fondova, nužno je bila upućena na **koordinaciju svojih aktivnosti nadzora** s drugim nadzornim, upravnim i pravosudnim organima, bilo u RH, bilo izvan nje. Zbog toga je HANFA trebala izvještavati ostala nadzorna, upravna i pravosudna tijela o svim pitanjima koja se neposredno ili posredno vezana uz njihove nadležnosti i djelokruga.²⁸³ Za HANFU je već prema ZIF-u bila predviđena obveza obavještavanja nadzornog tijela države članice o osnivanju podružnice društva za upravljanje u toj državi članici ili je pak mogla donijeti rješenje da neće dostaviti obavijest nadležnom tijelu druge države zbog postojanja osnovane sumnje u pogledu ustrojstva i vođenja poslova podružnice.²⁸⁴

U **ostale ovlasti** HANFE ubrajaju se pokretanje inicijative za donošenje zakona i drugih propisa, informiranje javnosti o načelima po kojima djeluje financijsko tržište, te druge ovlasti i poslovi u skladu sa zakonskim ovlaštenjima.²⁸⁵ Iako je formalni pradalagatelj zakona iz djelokruga nadležnosti HANFE Ministarstvo financija, HANFA ima ključnu ulogu u njihovoj pripremi i redakciji. U pravcu zaštite ulagatelja važan iskorak je učinjen **s početkom objave sudskih odluka** u kojima je Visoki upravni sud RH (tada još uvijek Upravni sud RH) rješavao u upravnim sporovima

279 Kako je sukladno odredbi čl. 16. st. 1. ZIF-a, odobrenje za rad osnovni preduvjet da bi investicijski fond uopće mogao početi sa svojim poslovanjem, obavljanje djelatnosti fonda bez HANFI-nog odobrenja, smatralo bi se prema čl. 16. st. 3. ZIF-a kaznenim djelom.

280 Odredbom čl. 44. ZIF-a propisani su slučajevi oduzimanja odobrenja društvu za upravljanje. To će biti ako: 1. društvo za upravljanje ne započne s poslovanjem u roku od godine dana od izdavanja odobrenja; 2. se društvo za upravljanje svojevoljno odrekne odobrenja u slučaju prestanka obavljanja djelatnosti osnivanja i upravljanja investicijskim fondovima; 3. društvo za upravljanje šest ili više mjeseci ne obavlja djelatnosti osnivanja i upravljanja investicijskim fondovima sukladno ZIF-u; 4. je odobrenje dobiveno na temelju netočnih navoda ili navoda koji dovode u zabludu, odnosno na koji drugi nepropisan način; 5. ovlaštena osoba više ne ispunjava uvjete za dobivanje odobrenja; 6. je ovlaštena osoba ozbiljno ili sustavno kršila ZIF-a.

281 Čl. 5. ZIF.

282 Čl. 6. ZIF. U toj odluci, ako je pozitivna, HANFA svakom fondu određuje, tzv. identifikacijski broj fonda, a odluka o upisu u registar fondova mora se objaviti u Narodnim novinama. HANFA je Pravilnikom o sadržaju i načinu vođenja registra fondova (NN 29/06) detaljnije uredila uvjete za upis u Registar fondova.

283 Čl. 15. st. 11. Zakona o HANFI.

284 Čl. 33. st. 2. i st. 4. ZIF-a.

285 Čl. 15. st. 7. Zakona o HANFI.

pokrenutima protiv rješenja HANFE u kojima je ona odlučivala o nekom pitanju u polju primjene zakona čiju provedbu nadzire.²⁸⁶

2.1.9.2. Preuzimanje nove pravne stečevine EU-a

Reforma prava investicijskih fondova, odnosno potreba usklađivanja domaćeg zakonodavstva (prvenstveno) s UCITS IV Direktivom i AIFM Direktivom dovela je do toga da se odstupilo od početnog koncepta da se fondovi urede istim zakonom. Tako su donesena dva zakona: **Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom** (dalje u tekstu: ZOIFJP)²⁸⁷ i **Zakon o alternativnim investicijskim fondovima** (dalje u tekstu: ZAIF).²⁸⁸ Oba su zakona stupila na snagu ulaskom RH u EU, odnosno 1. srpnja 2013. godine.²⁸⁹

ZOIFJP-om su u pravo RH preuzete sljedeće direktive:²⁹⁰

1. Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. godine o usklađivanju zakona i drugih propisa koji se odnose na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (Direktiva 2009/65/EZ), tzv. **UCITS IV Direktiva**,

2. Direktiva Komisije 2010/44/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 1. srpnja 2010. godine o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu odredbi koje se odnose na spajanje fondova, strukture glavnih i napajajućih fondova i postupak obavještanja (Direktiva Komisije 2010/44/EU), tzv. **provedbena direktiva drugog stupnja (level 2) UCITS IV Direktive**,

3. Direktiva Komisije 2010/43/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 1. srpnja 2010. godine o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu organizacijskih zahtjeva, sukoba interesa, poslovanja, upravljanja rizicima i sadržaja sporazuma između depozitara i društva za upravljanje (Direktiva Komisije 2010/43/EU), tzv. **provedbena direktiva drugog stupnja (level 2) UCITS IV Direktive**,

4. Direktiva 2010/78/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010. godine o izmjenama i dopunama Direktiva 98/26/EC, 2002/87/EC, 2003/6/EC, 2003/41/EC, 2003/71/EC, 2004/39/EC, 2004/109/EC, 2005/60/EC, 2006/48/EC, 2006/49/EC u pogledu ovlasti Europske agencije

286 Dostupno na: http://www.hanfa.hr/index.php?ID=0&AKCIJA=sudske_odluke (posjet 01. rujna 2013.). Dostupno je 60-ak takvih odluka Upravnog suda RH te isto toliko odluka prekršajnih sudova u segmentu tržišta kapitala u koje spadaju investicijski fondovi.

287 NN 16/13.

288 NN 16/13.

289 Čl. 389. ZOIFJP-a i čl. 329. ZAIF-a.

290 Čl. 2. st. 1. ZOIFJP.

za nadzor (Europska agencija za nadzor banaka), Europske agencije za nadzor (Europska agencija za nadzor osiguranja i mirovinskih osiguranja), Europske agencije za nadzor (Europska agencija za nadzor vrijednosnih papira i tržišta kapitala) (Direktiva 2010/78/EU). Radi se o direktivi kojom je na razini EU-a usvojen novi regulator, odnosno novo nadzorno tijelo za tržište kapitala – ESMA, koja je zamijenila raniji CESR, ali kojoj su njome pridodane značajne ovlasti.²⁹¹

ZOIFJP-om je detaljnije uređeno provođenje sljedećih uredbi EU-a.²⁹²

1. Uredba Komisije (EU) br. 583/2010 od 1. srpnja 2010. godine o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu ključnih informacija za ulagatelje i uvjeta koje je potrebno ispuniti prilikom dostavljanja ključnih informacija ulagateljima ili prospekta na trajnom mediju koji ne uključuje papir ili putem internetske stranice (Uredba Komisije (EU) br. 583/2010),

2. Uredba Komisije (EU) br. 584/2010 od 1. srpnja 2010. godine o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu oblika i sadržaja standardne obavijesti i potvrde UCITS-a, korištenja elektroničke komunikacije između nadležnih nadzornih tijela za potrebe obavještanja i postupaka izravnog nadzora i istražnih radnji i razmjene informacija između nadležnih tijela (Uredba Komisije (EU) br. 584/2010).

Za provedbu i nadzor primjene navedenih uredbi Europske unije nadležna je HANFA (čl. 2. st. 3. ZOIFJP-a).

ZAIF-om je u naše pravo prenesena Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. godine o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjenama i dopunama Direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te Uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010, odnosno tzv. **AIFM Direktiva**.²⁹³

U sklopu svojih ovlasti donošenja pravilnika koje su joj dane brojnim odredbama ZOIFJP-a HANFA je od stupanja na snagu ZOIFJP-a donijela dvadesetak pravilnika.²⁹⁴

291 Vidi prikaz transformacije CESR-a u ESMA-u. Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., The Role of CESR in EU Securities Market Law From technical advisor to sectoral supervisor, 263-283, u: Bodiroga-Vukobrat, N., Sander, G. G., Barić, S. (ur.), Die Offene Methode der Koordinierung in der Europäischen Union; Open Method of Coordination in the European Union, Verlag Dr. Kovač, Hamburg, 2010.

292 Čl. 2. st. 2. ZOIFJP.

293 Proces donošenja i prikaz regulatornih dilema vidi u: Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Should alternative investment fund managers be placed under surveillance of regulatory /supervisory bodies?, 150-172, u: Bodiroga-Vukobrat, N., Sander, G. G., Barić, S. (ur.), Regulierungsagenturen im Spannungsfeld von Recht und Ökonomie, Verlag Dr. Kovač, Hamburg 2012.

294 Pravilnik o dozvoljenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja UCITS fonda (NN

2.1.9.3. Vrste fondova prema ZOIFJP-u i ZAIF-u

Novi zakoni napustili su tipologiju fondova koju je poznavao ZIF. Otvoreni investicijski fondovi javnom ponudom prema ranijem ZIF-u zadržali su svoje ime, a sada ih se naziva još i UCITS fondovima. Oni su obuhvaćeni poljem primjene ZOIFJP-a.

ZOIFJP propisuje uvjete za osnivanje i rad otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom (UCITS fondova) i društava za upravljanje UCITS fondovima, uređuje način izdavanja i otkupa udjela UCITS fondova, trgovanje udjelima UCITS fondova, delegiranje poslova na treće osobe, te nadzor nad radom i poslovanjem UCITS fondova, društava za upravljanje UCITS fondovima, depozitara i osoba koje nude udjele u UCITS fondovima.²⁹⁵

ZAIF²⁹⁶ uređuje uvjete za osnivanje i rad alternativnih investicijskih fondova i društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima, način izdavanja i otkupa udjela AIF-a, trgovanje udjelima AIF-a, delegiranje poslova na treće osobe te nadzor nad radom i poslovanjem društava za upravljanje AIF-om, samog AIF-a, depozitara i osoba koje nude udjele.

Dakle, dok se ZOIFJP primjenjuje samo na UCITS fondove, ZAIF se primjenjuje na sve ostale vrste fondova koje se jednim imenom naziva alternativnim investicijskim fondovima (AIF) ili "ne-UCITS" fondovima. Iz toga proizlazi da svi zatvoreni fondovi prema tipologiji koju je poznavao

85/13), Pravilnik o glavnim i napajajućim UCITS fondovima (NN 85/13), Pravilnik o obavještanju kod trgovanja udjelima UCITS fondova u drugoj državi članici (NN 85/13), Pravilnik o obavještanju ulagatelja kod pripajanja UCITS fondova (NN 85/13), Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za društva za upravljanje UCITS fondovima (NN 85/13), Pravilnik o sadržaju i načinu vođenja registra društava za upravljanje UCITS fondovima i UCITS fondova (NN 90/13), Pravilnik o izdavanju odobrenja za rad i stjecanju kvalificiranog udjela društva za upravljanje UCITS fondovima (NN 90/13), Pravilnik o odobrenju osnivanja, prospekta i pravila UCITS fondova (NN 90/13), Pravilnik o uvjetima za članstvo u upravi i nadzornom odboru društva za upravljanje UCITS fondovima (NN 90/13), Pravilnik o prijenosu poslova upravljanja UCITS fondovima (NN 90/13), Pravilnik o likvidaciji i prestanku UCITS fondova (NN 90/13), Pravilnik o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda (NN 93/13), Pravilnik o postupku naknade štete ulagateljima UCITS fonda i/ili UCITS fondu (NN 100/13), Pravilnik o udjelima UCITS fonda (NN 100/13), Pravilnik o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda (NN 100/13), Pravilnik o promidžbi i ostalim informacijama za ulagatelje UCITS fonda (NN 100/13), Pravilnik o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom (NN 100/13), Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu (NN 100/13), Pravilnik o obliku i iznosu kapitala društva za upravljanje UCITS fondovima (NN 100/13), Pravilnik o strukturi i sadržaju financijskih izvještaja i drugih izvještaja društva za upravljanje UCITS fondovima (NN 100/13), Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih izvještaja i drugih izvještaja UCITS fonda (NN 100/13).

295 Čl. 1. ZOIFJP.

296 Čl. 1. ZAIF.

ZIF postaju alternativni investicijski fondovi, a također to postaju dosadašnji otvoreni fondovi privatnom ponudom i otvoreni fondovi privatnom ponudom rizičnog kapitala. Ova nova tipologija vjerojatno će se odraziti i u strukturiranju registra fondova kojeg vodi HANFA.

Indikativno je da je **pojam UCITS fonda odlučujući za razgraničenje polja primjene odnosnih zakona**. Da bi se neki fond smatrao UCITS fondom **mora ispuniti tri uvjeta**.²⁹⁷ **Prvi uvjet** je da se radi o otvorenom investicijskom fondu koji ima za isključivi cilj zajedničko ulaganje kapitala, prikupljenog javnom ponudom udjela u fondu, u prenosive vrijednosne papire ili u druge oblike likvidne financijske imovine, a koji posluje po načelima razdiobe rizika. **Drugi uvjet** je da se njegovi udjeli moraju na zahtjev imatelja udjela, otkupiti ili iskupiti izravno ili neizravno, iz imovine toga fonda. Radnje koje društvo za upravljanje poduzima kako bi se osiguralo da vrijednost udjela na uređenom tržištu ne odstupa značajno od neto vrijednosti imovine fonda, izjednačene su s otkupom ili iskupom udjela. **Treći uvjet** je da se radi o fondu koji je osnovan u skladu s Dijelom 10. ZOIFJP-a, odnosno propisima države članice donesenima na temelju UCITS IV Direktive.

UCITS fond, dakle, prema našem pravu može biti samo fond bez pravne osobnosti. Ne može biti fond privatnom ponudom, niti može biti pravna osoba. Da bi se radilo o otvorenom investicijskom fondu mora se raditi o zasebnoj imovini bez pravne osobnosti, čiji su udjeli svakodobno otkupivi.²⁹⁸ U nekim drugim sustavima UCITS fond može biti i pravna osoba, ali dionice tog društva moraju biti svakodobno otkupive. Radi se o dioničkom društvu s varijabilnim kapitalom.²⁹⁹ UCITS fondovi mogu biti posebno strukturirani kao **glavni i napajajući fond** (tzv. *master-feeder* strukture) ili kao **krovni fond** koji se sastoji od dva ili više podfonda.

Svi ostali fondovi su alternativni investicijski fondovi. Oni su definirani čl. 3. st. 2. ZAIF-a. Prema toj odredbi alternativni investicijski fond (AIF) je investicijski fond osnovan sa svrhom i namjenom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganja tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja AIF-a, a isključivo u korist imatelja udjela tog AIF-a.

AIF može biti otvoreni i zatvoreni AIF. Otvoreni AIF je zasebna imovina bez pravne osobnosti.³⁰⁰ Zatvoreni AIF je pravna osoba u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću.³⁰¹ Udjeli otvorenog AIF-a i dionice zatvorenog AIF-a osnovanog u obliku dioničkog

297 Čl. 3. st. 1. t. 2. ZOIFJP.

298 Čl. 3. st. 1. t. 4. ZOIFJP.

299 Te fondove poznaju Velika Britanija i Luksemburg. Vidi još u Glavi II., pod točkom 2.1. ove knjige.

300 Čl. 7. st. 2. ZAIF.

301 Čl. 7. st. 3. ZAIF.

društva mogu se nuditi javnom ili privatnom ponudom, a udjeli zatvorenog AIF-a osnovanog u obliku društva s ograničenom odgovornošću mogu se nuditi samo privatnom ponudom.³⁰² Profesionalnim ulagateljima mogu se nuditi sve vrste AIF-ova, dok će HANFA pravilnikom pobliže odrediti uvjete pod kojima se pojedine vrste AIF-ova mogu nuditi malim ulagateljima.³⁰³ Profesionalni ulagatelj prema ZAIF-u je ulagatelj koji se u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala (dalje u tekstu: ZTK)³⁰⁴ smatra profesionalnim ulagateljem ili se na vlastiti zahtjev može tretirati kao profesionalni ulagatelj, dok je mali ulagatelj onaj koji nije profesionalni ulagatelj.³⁰⁵

Bitno svojstvo koje razlikuje otvorene fondove od zatvorenih je da **udjeli (dionice) zatvorenog AIF-a nisu svakodobno otkupivi.**³⁰⁶

Zatvoreni AIF-ovi su specifični i po tomu što mogu imati vanjskog ili unutaršnjeg upravitelja. Otvoreni mogu imati samo vanjskog upravitelja. Zatvoreni AIF koji ima unutaršnjeg upravitelja je zapravo fond koji upravlja samim sobom. Spektar djelatnosti koje takav fond može obavljati je ograničen u odnosu na fondove koji imaju vanjskog upravitelja. Fond koji upravlja samim sobom ne može obavljati niti jednu drugu djelatnost osim upravljanja tim AIF-om.³⁰⁷ Za razliku, vanjski upravitelj je takav upravitelj (društvo za upravljanje investicijskim fondovima) koji upravlja jednim ili više otvorenih ili zatvorenih AIF-ova te obavlja ostale djelatnosti predviđene ZAIF-om.

2.1.9.4. Razlikovanje fondova prema načinu prikupljanja kapitala

Prema načinu prikupljanja kapitala, uobičajeno se razlikuju **fondovi javnom ili privatnom ponudom.** Pritom i ZAIF i ZOIFJP sadrže istovjetnu definiciju javne ponude. Prema ZOIFJP-u **javna ponuda** je svaka obavijest dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dovoljno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim udjelima u investicijskim fondovima, da se na temelju istih ulagatelj može odlučiti na upis tih udjela.³⁰⁸ Gotovo istovjetnu definiciju sadrži ZAIF.³⁰⁹ Privatnu ponudu definira samo ZAIF, jer se jedino alternativni investicijski fondovi mogu nuditi privatnom ponudom. Prema ZAIF-u, **privatna ponuda** je svaka obavijest dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dovoljno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim udjelima AIF-a, da se na temelju istih ulagatelj može odlučiti na upis tih udjela, a koja

302 Čl. 7. st. 4. i 5. ZAIF.

303 Čl. 7. st. 8. ZAIF.

304 NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13.

305 Čl. 3. st. 1. 45. i 46. ZAIF.

306 Čl. 3. st. 5. ZAIF.

307 Čl. 3. st. 6. ZIF.

308 Čl. 3. st. 1. t. 31. ZOIFJP.

309 Čl. 3. st. 1. t. 43. ZAIF.

je po nekoj svojoj karakteristici uvjetovana, primjerice minimalnim iznosom ulaganja, ciljnom skupinom ulagatelja ili brojem ulagatelja.

Iz ovoga proizlazi da temeljni kriterij razlikovanja privatne i javne ponude nije u odabiru komunikacijskih kanala koji će se koristiti pri upućivanju poziva na kupnju (javna sredstva informiranja ili drukčije), već da se ta dva pojma primarno razlikuju prema ciljnoj skupini kojoj je upućen poziv. Ta skupina mora udovoljavati nekim posebnim uvjetima.

2.1.9.5. Razlikovanje fondova prema posebnoj namjeni

Idući kriterij razlikovanja fondova može biti i prema posebnoj namjeni ili cilju zbog kojeg se osnivaju, kojim se može ispunjavati neka društvena ili socijalna potreba. Tako u nas postoje socijalni fondovi **čiji je osnivač država**, a koja njihovim osnivanjem ispunjava određene **socijalne potrebe stanovništva**.

Jedan od tih je **Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji** (dalje u tekstu: Fond HB) uređen Zakonom o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (dalje u tekstu: ZFHB),³¹⁰ Pravilnikom o vrednovanju imovine fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji³¹¹ te Statutom Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji.³¹² Fond je po svojoj pravnoj naravi otvoreni investicijski fond, odnosno nema svojstvo pravne osobe.³¹³ To je izmijenjeno novelom ZFHB-a iz 2004. godine, jer je do tada Fond HB-a smatran pravnom osobom.

Također postoji i **Umirovljenički fond** nastao na temelju Zakona o provođenju Odluke Ustavnog suda RH od 12. svibnja 1998. godine,³¹⁴ a s osnovnim ciljem obeštećenja korisnika mirovina. Na temelju toga Zakona, umirovljenički fond kao zaseban fond je osnovan Zakonom o umirovljeničkom fondu (dalje u tekstu: ZUF).³¹⁵ Osnivač Fonda u ime RH je Vlada RH.³¹⁶ Fond je definiran kao zasebna imovina bez pravne osobnosti,³¹⁷ koja se dijeli na udjele.³¹⁸

310 Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, NN br. 163/03, 82/04, 174/04, 41/08.

311 Pravilnik o vrednovanju imovine fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, NN br. 70/06, 100/09.

312 Statut Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, NN 38/08, 14/08, 129/04.

313 Čl. 3. ZFHB.

314 Zakon o provođenju Odluke Ustavnog suda, kojim se izvršava Odluka Ustavnog suda RH od 12. svibnja 1998., NN 105/04, 19/07. Radi se o Odluci Ustavnog suda RH, br.: U-I-283/97, NN 69/98.

315 Zakon o umirovljeničkom fondu, NN 93/05, 140/05, 41/07 i 90/11.

316 Čl. 2. ZUF.

317 Čl. 3. ZUF.

318 Čl. 4. st. 3. ZUF.

Braniteljski i umirovljenički fond su otvoreni fondovi koji imaju društvo za upravljanje i depozitara. Premda je moguće od društva za upravljanje zahtijevati otkup udjela, tim se udjelima ili uopće ne može raspolagati (osim stjecanja nasljeđivanjem, kao što je to slučaj s umirovljeničkim fondom), ili je raspolaganje njima ograničeno (zahtjev za otkup udjela u Fondu HB ne može se postaviti prije isteka roka od tri godine od stjecanja statusa člana fonda). Stoga, iako se tim fondovima nastoji upravljati na tržišni način (propisuje se dopustivi portfelj i ograničenja ulaganja), država ostvaruje svoj utjecaj posebno kroz nadležnosti, tzv. Upravnog odbora kojeg imaju oba fonda.

2.1.9.6. Atipični investicijski fondovi

Fondovi za gospodarsku suradnju - FGS osnovani su sukladno ZIF-u te Pravilniku o uvjetima i postupku sudjelovanja Vlade RH u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju.³¹⁹ Oni predstavljaju svojevrsno javnoprivatno partnerstvo države i privatnog kapitala. Funkcija FGS-ova trebala se sastojati u stimuliranju razvoja gospodarstva RH na tržišnim osnovama, gdje bi uz privatni kapital i RH uložila financijska sredstva.

Po svojoj **pravnoj strukturi** FGS su otvoreni investicijski **fondovi rizičnog kapitala** s privatnom ponudom koji moraju imati i depozitara.³²⁰ Sada su uređeni novim Pravilnikom o sudjelovanju Vlade RH u fondovima za gospodarsku suradnju.³²¹ Prema čl. 4. toga Pravilnika Vlada RH, putem Hrvatske banke za obnovu i razvitak (HBOR) koja ima položaj kvalificiranog ulagatelja, ulaže u FGS iznos koji ne može biti niži od 25% plus jedan udjel niti viši od 50% udjela, dok za ostale kvalificirane ulagatelja nisu propisana ograničenja ulaganja.³²² Prema Pravilniku ukupni iznos sredstava kojima Vlada RH sudjeluje u FGS-ovima, može iznositi najviše **do milijardu kuna**.³²³ FGS-ovi se osnivaju na određeno vrijeme od deset godina uz mogućnost produljenja za maksimalni dodatni rok od dvije godine.³²⁴ FGS mora isključivo ulagati u trgovačka društva koja imaju sjedište u RH i koja

319 Pravilnik o uvjetima i postupku sudjelovanja Vlade RH u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju, NN 21/2010.

320 Čl. 8. Pravilnika o uvjetima i postupku sudjelovanja Vlade RH u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju.

321 Pravilnik o sudjelovanju Vlade RH u fondovima za gospodarsku suradnju, NN 25/12, 42/12.

322 To svojstvo banci pripada temeljem Odluke o imenovanju kvalificiranog ulagatelja za sudjelovanje u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju, NN 96/10.

323 Čl. 4. st. 4. Pravilnika o sudjelovanju Vlade RH u fondovima za gospodarsku suradnju. Prema čl. 5. tog Pravilnika veličina FGS-a iznosi najmanje 150 milijuna kuna, u čemu je udio privatnih ulagatelja najmanje 75 milijuna kuna. Maksimalna obveza uplate Vlade RH prema jednom FGS-u može iznositi do 300.000.000,00 kuna.

324 Čl. 6. st. 1. Pravilnika o sudjelovanju Vlade RH u fondovima za gospodarsku suradnju.

isključivo ili pretežno obavljaju svoju djelatnost na području RH.³²⁵

S obzirom na to da nisu izrijeком isključeni iz polja primjene ZAIF-a, proizlazi da su ti fondovi u polju primjene ZAIF-a.³²⁶

2.1.9.7. Ostali kriteriji razlikovanja fondova

Fondovi se također mogu podijeliti i **prema ciljnom portfelju** u koji ulažu (npr. nekretninski fondovi kao posebna vrsta fonda), odnosno prema investicijskim tehnikama kojima se koriste. Primjerice, alternativnim investicijskim fondovima je svojstveno korištenje, tzv. naprednih investicijskih tehnika. Dok su nekretninski fondovi prema ranijem uređenju bili posebna vrsta fonda sa zasebno uređenim ograničenjima ulaganja,³²⁷ sada to više nije slučaj.

Sa stajališta ulagatelja bitan je i **poreznopravni tretman fonda**. Čl. 8. ZOIFJP-a jednako kao i čl. 8. ZAIF-a, propisuju da se porezni status UCITS (odnosno alternativnih) fondova određuje prema posebnim propisima i međunarodnim ugovorima koji su u primjeni u RH. Tom se odredbom samo potvrđuje da otvoreni fondovi nisu obveznici poreza na dobit prema čl. 2. st. 8. Zakona o porezu na dobit (dalje u tekstu: ZPD),³²⁸ pa to objašnjava i njihovu značajnu tržišnu zastupljenost,³²⁹ za razliku od zatvorenih fondova koji to jesu, jer su dionička društva (a prema novom uređenju i društva s ograničenom odgovornošću). Inače, primici od dividendi i udjela u dobiti na temelju udjela u kapitalu također se smatraju primicima koji se ne

325 Čl. 7. Pravilnika o sudjelovanju Vlade RH u fondovima za gospodarsku suradnju.

326 Čl. 4. ZAIF.

327 Čulinović-Herc, E., Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 28 (1), 2007, 75 - 106.

328 Zakon o porezu na dobit, NN 117/04, 90/05, 57/06, 146/08, 80/10, 22/12. Isto propisuje čl. 13. ZIF-a. Osim poreza na dobit osnivače otvorenih fondova zanimaju i drugi aspekti oporezivanja, kao što je dana mogućnost međunarodnim ulagateljima izbjeći osnivanje stalne poslovne jedinice i time ukloniti rizik dvostrukog oporezivanja, kao i mogućnost izbjegavanja plaćanja PDV-a na naknade za upravljanje (*management fee*) i naknade koje ovise o prinosu (*carried interest*). Zakon o porezu na dodanu vrijednost, NN 47/95, 106/96, 164/98, 105/99, 54/00, 73/00, 127/00, 48/04, 82/04, 90/05, 76/07, 87/09, 94/09, 22/12, eksplicitno ne navodi da su naknade koje naplaćuju investicijski fondovi oslobođene poreza na dodanu vrijednost, ali je mišljenje Porezne uprave da naknade za upravljanje ne podliježu oporezivanju. Vidi Mišljenje Središnjeg ureda porezne uprave klasa: 410-19/06-01/69, ur. broj: 513-07-21-01/06-2 od 19. 12. 2006. O svemu vidi opširnije Švaljek, S., Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj: porezno i pravno okruženje, Privredna kretanja i ekonomska politika, 17 (113), 2008, 53-84, str. 57-58.

329 Kritiku ranijih zakonskih rješenja vidi kod Sekulić Grgić, D., Oporezivanje investicijskih fondova, Suvremeno poduzetništvo, 9, 2002, 40-46. Autorica uspoređuje porezni tretman fizičke osobe koja ulaže u štednju, u investicijski fond, dionice ili udjele, odnosno obveznice kojima se ostvaruje pravo na kamatu.

smatraju dohotkom, pa se na njih niti ne plaća porez na dohodak. Ta porezna pogodnost jednako pogoduje imateljima udjela u otvorenom fondu, kao i dioničarima zatvorenog fonda, odnosno imateljima udjela u društvu s ograničenom odgovornošću ako je zatvoreni fond osnovan u tom pravnom obliku.³³⁰

2.1.9.8. Uređenje nadzornih ovlasti HANFE

Prema čl. 325. st. 5. ZOIFJP-a u subjekte nadzora HANFE ulaze prije svega **društva za upravljanje** sa sjedištem u RH i njihove podružnice izvan RH,³³¹ kao i **UCITS fondovi** kojima upravljaju ta društva za upravljanje.³³² HANFA nadzire i **UCITS fondove čijim se udjelima trguje u RH**,³³³ kao i društva za upravljanje iz država članice bilo da svoje usluge na području RH pružaju izravno³³⁴ ili putem podružnice.³³⁵ HANFA nadzire i podružnice društava za upravljanje iz treće države koje posluju u RH.³³⁶ K tomu, nadzire i **depozitara UCITS fonda** kojim upravlja društvo za upravljanje sa sjedištem u RH,³³⁷ ili kojim upravlja društvo za upravljanje iz države članice (bilo izravnim pružanjem usluga ili putem podružnice) u dijelu poslovanja koje depozitar obavlja u skladu s devetim dijelom ZOIFJP-a, koji uređuje pravni položaj depozitara (čl. 213. - 235. ZOIFJP-a). HANFA nadzire i **pravne osobe koje nude udjele** UCITS fonda kojim upravlja društvo za upravljanje sa sjedištem u RH,³³⁸ odnosno pravne osobe koje nude udjele UCITS fonda kojim upravlja društvo za upravljanje iz države članice, bilo izravnim pružanjem usluga bilo putem podružnice.³³⁹

Odjeljkom drugim, dijela petnaestog ZOIFJP-a (čl. 327. – 339.) temeljito se uređuje postupak nadzora. **Nadzor može biti posredni i neposredni**,³⁴⁰ pri čemu **neposredni nadzor može biti redovni i izvanredni**.³⁴¹ Rezultat provedenog postupka nadzora može biti izricanje nadzornih mjera.³⁴²

330 Čl. 9. st. 1. t. 2. Zakona o porezu na dohodak, NN 177/04, 73/08, 80/10, 114/11, 22/11, 144/12, 120/13.

331 Čl. 325. st. 5. t. 1. ZOIFJP.

332 Čl. 325. st. 5. t. 2. ZOIFJP.

333 Čl. 325. st. 5. t. 3. ZOIFJP.

334 Čl. 325. st. 5. t. 4. ZOIFJP.

335 Čl. 325. st. 5. t. 5. ZOIFJP.

336 Čl. 325. st. 1. t. 6. ZOIFJP.

337 Čl. 325. st. 5. t. 7. ZOIFJP.

338 Čl. 325. st. 5. t. 9. ZOIFJP.

339 Čl. 325. st. 5. t. 10. ZOIFJP.

340 Čl. 327. st. 1. ZOIFJP.

341 Čl. 327. st. 2. ZOIFJP.

342 Prema čl. 341. ZOIFJP-a HANFA može izreći sljedeće nadzorne mjere: 1. preporuke upravi društva za upravljanje, 2. opomenu, 3. otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti, 4. posebne nadzorne mjere, 5. oduzimanje odobrenja za rad za sve ili za pojedine djelatnosti te za upravljanje svim ili pojedinim UCITS fondovima. Vrlo brojne posebne nadzorne mjere uređene su čl. 348. st. 2. ZOIFJP-a.

GLAVA III.

UCITS FONDOVI I POLOŽAJ ULAGATELJA

1. Pojam i vrste UCITS fondova	105
2. Temeljna obilježja UCITS fondova i položaj ulagatelja	106
2.1. Udjel UCITS fonda kao nematerijalizirani financijski instrument	106
2.2. Stjecanje udjela	108
2.2.1. Originarno stjecanje	108
2.2.1.1. Osobe ovlaštene nuditi udjele i predugovorne informacije	109
2.2.1.2. Način i vrijeme sklapanja ugovora o ulaganju	111
2.2.1.3. Pravna narav upisa u registar udjela	113
2.2.1.4. Računanje roka za odbijanje ponude	118
2.2.1.5. Odredbe o cijeni udjela	119
2.2.2. Derivatивно stjecanje	121
3. Stvarnopravno pripadanje zasebne imovine fonda	123
3.1. Koncept zasebne imovine fonda	123
3.2. Sastav zasebne imovine fonda	124
3.3. Koncept <i>zajedničke</i> zasebne imovine	126
3.4. Ovlast procesnopravne zaštite zasebne imovine	129
3.5. Prijepori o odabiru vlasničkog modela na zasebnoj imovini fonda	131
4. Prava iz udjela u UCITS fondu	133
4.1. Pravo na otkup udjela	133
4.2. Pravo zamjene udjela	135
4.3. Pravo na obaviještenost	135
4.3.1. Obveza dostave prospekta	135
4.3.1.1. Općenito o obvezi izrade, objave i dostave prospekta	135
4.3.1.2. Odgovornost za točnost i potpunost prospekta i drugih objava	137
4.3.1.2.1. Društvo za upravljanje kao odgovorna osoba	137

4.3.1.2.2. Odgovornost na temelju pretpostavljene krivnje	138
4.3.1.2.3. Odgovornost iz prospekta prema njemačkom pravu	139
4.3.1.2.4. Odgovornost iz prospekta u sudskoj praksi SAD-a	141
4.3.2. Pravila investicijskog fonda	146
4.3.3. Ključni podaci za ulagatelje	147
4.3.4. Godišnje i polugodišnje financijsko izvješće	149
4.3.5. Druge objave i obavijesti ulagateljima	150
4.4. Pravo na udio u dobiti	150
4.5. Pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske mase	151
4.6. Posebna prava pri statusnim promjenama UCITS fonda	152
4.6.1. Prava imatelja udjela prije provedbe statusne promjene	154
4.6.2. Postupak koji prethodi provedbi statusne promjene	155
4.6.3. Provedba statusne promjene	157
5. Portfelj UCITS fonda – dopuštena ulaganja i ograničenja	158
5.1. Prenosivi vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca	160
5.1.1. Vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca kojima se trguje na uređenom tržištu	160
5.1.2. Vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca kojima se ne trguje na uređenom tržištu	163
5.2. Udjeli drugih investicijskih fondova	164
5.3. Depoziti i novac na računima	167
5.4. Izvedeni financijski instrumenti	167
5.5. Tehnike i instrumenti koji se koriste radi učinkovitog upravljanja portfeljem	170
5.6. Ukupna izloženost i dopuštena prekoračenja	170
6. Posebno strukturirani UCITS fondovi	171
6.1. Oblici strukturiranja UCITS fonda	172
6.2. <i>Master feeder</i> strukture (glavni i napajajući fond)	172
6.2.1. Temeljna obilježja glavnog i napajajućeg fonda	175
6.2.2. Osnivanje i početak rada	177
6.2.3. Zaštita prava ulagatelja napajajućeg fonda	179
6.2.4. Sporazumi o razmjeni informacija	181
6.2.5. Posebna pravila za glavne i napajajuće fondove i njihova društva za upravljanje	182
6.2.6. Utjecaj likvidacije i statusnih promjena glavnog investicijskog fonda na napajajući investicijski fond	183
6.2.7. Prekogranična ulaganja i primjena mjerodavnog prava	185

GLAVA III.

UCITS FONDOVI I POLOŽAJ ULAGATELJA

1. Pojam i vrste UCITS fondova

Prema čl. 3. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a da bi neki investicijski fond bio UCITS fond, mora ispunjavati tri uvjeta. **Prvi uvjet** je da se radi o otvorenom investicijskom fondu koji ima za isključivi cilj zajedničko ulaganje imovine, prikupljene javnom ponudom udjela u fondu, u prenosive vrijednosne papire ili u druge oblike likvidne financijske imovine, a koji posluje po načelima razdiobe rizika. **Drugi uvjet** je da se njegovi udjeli moraju moći na zahtjev imatelja udjela, otkupiti ili iskupiti izravno ili neizravno, iz imovine toga fonda.⁵⁶³ **Treći uvjet** je da se radi o fondu koji je osnovan u skladu s Dijelom 10. ZOIFJP-a, odnosno propisima države članice donesenima na temelju UCITS IV Direktive.⁵⁶⁴

U pravu RH UCITS fondovi kao otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom regulirani su Dijelom X. ZOIFJP-a. **Vrijednost imovine fonda ne smije pasti ispod 5 milijuna kuna**, tijekom tri uzastopna kalendarska mjeseca jer se u protivnom taj fond mora likvidirati ili pripojiti nekom drugom UCITS fondu.⁵⁶⁵ Osnivanje fonda mora odobriti HANFA, a zahtjev za izdavanje odobrenja u ime fonda podnosi HANFI društvo za upravljanje.

U UCITS fondove ubrajaju se i njihove složene strukture: **master feeder fondovi, kao i krovni fondovi**. U našem pravu *master feeder* fondovi nazivaju se glavnim i napajajućim fondom.

Značajne razlike u komparativnom pravu postoje upravo u domeni otvorenih investicijskih fondova javnom ponudom. O šarolikosti komparativnih rješenja govori činjenica da otvoreni fondovi **moгу biti: ugovorne naravi** (*under law of contract*), da se

563 Za UCITS fondove čiji udjeli kotiraju na burzi, a to će biti slučaj jedino kada je prisutan prekogranični aspekt s obzirom na to da UCITS fondovi iz RH ne mogu kotirati na burzi, relevantan je i ostatak definicije UCITS fonda prema kojemu su radnje koje društvo za upravljanje poduzima kako bi se osiguralo da vrijednost udjela na uređenom tržištu ne odstupa značajno od neto vrijednosti imovine fonda, izjednačene s otkupom ili iskupom udjela.

564 Vidi čl. 3. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a.

565 Čl. 239. st. 1. ZOIFJP. Pri utvrđivanju vrijednosti imovine UCITS fonda koristi se prosječna neto vrijednost UCITS fonda izračunata kao prosječna vrijednost dnevnih neto vrijednosti imovine kroz 3 uzastopna kalendarska mjeseca (čl. 239. st. 2. ZOIFJP).

moгу temeljiti na *trustu* (*unit trust*), ali mogu biti i **trgovačka društva** (*investment company*).⁵⁶⁶ Dvije osnovne kategorije UCITS fondova s obzirom na pravni oblik u kojem se pojavljuju su – ugovorni oblik – opći fondovi (*common funds*), s jedne strane, kojima upravljaju društva za upravljanje fondovima i koji nemaju pravnu osobnost te korporativni oblik, odnosno tzv. *investment companies*, a to su fondovi koji imaju pravnu osobnost, te mogu, ali i ne moraju imati društvo za upravljanje. Iz navedenoga se vidi da ono što UCITS fondove čini otvorenima nije samo odsustvo pravne osobnosti već svakodobna otkupivost udjela. Fondovi temeljem *trusta* (*unit trust*) podvrsta su ugovornog oblika kojeg nalazimo u Velikoj Britaniji i Irskoj,⁵⁶⁷ a radi se o fondovima za zajednička ulaganja utemeljenih na konceptu običajnog prava. Zasebna imovina fonda odvojena je i od imovine društva za upravljanje i od imovine depozitara.

Zaštita koju uživa imovina fonda ("*entity shielding*" ili "*asset shielding*"), povijesno i ekonomski se smatra važnijom od zaštite koju pruža institut ograničene odgovornosti (*limited liability*). Naime, dok institut ograničene odgovornosti štiti osobnu imovinu dužnika od zahvata vjerovnika onog društva u kojem je on član (koji ograničeno odgovara za dugove društva), *entity shielding* štiti zasebnu imovinu, pa obveznopravni zahtjev prema toj imovini mogu postaviti jedino njezini vjerovnici, ali ne i druge osobe kao primjerice vjerovnici društva koje njime upravlja. No fond time ne postaje pravna osoba. Stoga i vlasništvo nad zasebnom imovinom (*Sondervermögen*) mora biti doznačeno društvu za upravljanje fondom ili ulagateljima. Osnovna razlika između *common law trusta* i njemačkog koncepta jest da *Sondervermögen* uživa pravnu zaštitu temeljem zakona, a prema *trustu* se zaštita nad imovinom fonda izvodi iz *common lawa*.

2. Temeljna obilježja UCITS fondova i položaj ulagatelja

Prvi korak pri ulaganju u UCITS fondove je sklapanje ugovora o ulaganju s društvom za upravljanje. Na temelju sklopljenog ugovora i uplaćenog iznosa, ulagatelj stječe pravo na izdavanje udjela u UCITS fondu. Udjel UCITS fonda je nematerijalizirani financijski instrument koji je slobodno prenosiv. Trenutak sklapanja ugovora o ulaganju od ključnog je značenja za nastup obveznopravnih učinaka ugovora o ulaganju između ulagatelja i društva za upravljanje. Također, valja odrediti u kojem trenutku ulagatelj stječe udjel, odnosno prava iz udjela, pri čemu se to pitanje odvojeno razmatra pri originarnom, odnosno derivatnom stjecanju udjela.

2.1. Udjel UCITS fonda kao nematerijalizirani financijski instrument

Udjel u investicijskim fondovima **slobodno je prenosivi nematerijalizirani financijski instrument**.⁵⁶⁸ Prema čl. 93. st. 2. ZOIFJP-a **udjeli u**

566 Vidi čl. 1. st. 3. UCITS IV Direktive. Iako se to izrijeком ne određuje, prema UCITS-u su prikladna samo društva kapitala, što proizlazi iz odredbi UCITS-a koje se tiču minimalnog iznosa temeljnog kapitala takvog društva.

567 Rounds, C. E. JR., Dehio, A., Publicly-traded open end mutual funds in Common law and civil law jurisdictions: A comparison of legal structures, New York University Journal of Law & Business, 3, 2007, 473-492.

568 Čl. 93. st. 1. ZOIFJP.

UCITS fondovima njihovim imateljima mogu davati različita prava i međusobno se razlikovati s obzirom na ta prava, u odnosu na, primjerice, isplatu prihoda ili dobiti UCITS fonda, denominaciju, pravo izdavanja i/ili otkupa, naknadu za upravljanje plativu društvu za upravljanje, početnu cijenu udjela ili kombinaciju tih prava (**klase udjela**). No, udjeli koji pripadaju pojedinoj klasi udjela njihovim imateljima daju ista prava.⁵⁶⁹ Prema čl. 238. st. 1. ZOIFJP-a osim udjela UCITS fonda, ne smiju se izdavati druge vrste financijskih instrumenata koji nose prava na bilo koji dio imovine UCITS fonda.

Pri tom udjel može glasiti na iznos koji nije djeljiv s cijelim brojem, odnosno može glasiti na decimalan iznos.⁵⁷⁰ Udjeli se kupuju novčanim sredstvima. Kod originarnog stjecanja udjela ugovor o ulaganju sklopljen je kada je ulagatelj društvu za upravljanje podnio **uredan zahtjev za izdavanje udjela i izvršio valjanu uplatu iznosa iz zahtjeva**, a društvo za upravljanje nije odbilo sklapanje ugovora.⁵⁷¹

Time što je odredio udjel kao nematerijalizirani financijski instrument, ZOIFJP je riješio problem koji se pojavljivao u svezi s udjelom – je li riječ o materijaliziranom ili nematerijaliziranom vrijednosnom papiru,⁵⁷² te je li potvrda o udjelu vrijednosni papir ili nije? Naime, čl. 1135. st. 2. ZOO-a kao *lex generalis* za vrijednosne papire, predviđa da se **pitanje oblika** u kojem se vrijednosni papir pojavljuje (materijalizirani ili nematerijalizirani) **treba odrediti zakonom**.⁵⁷³ Time su se potvrdili ispravni stavovi onih autora koji su pledirali za takvo poimanje udjela u investicijskom fondu.⁵⁷⁴ Na tom tragu bila su i rješenja tadašnjeg provedbenog propisa, Pravilnika o ustrojavanju, vođenju i objavljivanju podataka iz registra udjela u otvorenom investicijskom fondu,⁵⁷⁵ s obzirom na to da je njegov čl. 4. predviđao da se registri udjela vode u elektroničkom obliku.

Sada zakonodavac izrijekom propisuje da se udjeli u UCITS fondu **vode u elektroničkom obliku i to: ili u registru udjela kojeg vodi operater središnjeg registra** nematerijaliziranih financijskih instrumenata u skladu s odredbama ZTK-a, odnosno **treća osoba** kojoj je društvo za upravljanje delegiralo taj administrativni posao, ili **u registru udjela koji vodi društvo za upravljanje**.⁵⁷⁶ Prema čl. 102. st. 3. ZOIFJP-a kada se udjeli u UCITS

569 Čl. 93. st. 3. ZOIFJP. Prema čl. 93. st. 4. ZOIFJP-a troškovi uvođenja novih klasa udjela u postojećem UCITS fondu uključuju se u cijenu izdanja udjela.

570 Čl. 238. st. 2. ZOIFJP.

571 Čl. 88. st. 3. ZOIFJP.

572 Vidi čl. 1135. ZOO-a koji navodi te dvije mogućnosti.

573 Vidi čl. 165. st. 2. čl. 170. st.1. i 2. ZTD-a.

574 Tako i Miladin, P., Markovinović, H., Založno pravo na pravu, Pravo u gospodarstvu, 4, 2007, 95-146, str. 139.

575 NN 38/2007. Namjeru zakonodavca izvodimo iz činjenice da je navedeni pravilnik donesen nakon ZIF-a.

576 Čl. 102. st. 1. a) i b) ZOIFJP.

fondu vode u registru udjela kojeg vodi društvo za upravljanje ili druga osoba na koju je društvo za upravljanje delegiralo taj administrativni posao, društvo za upravljanje je odgovorno za vođenje toga registra.

Vođenje registra udjela od društva za upravljanje uobičajeno je i u usporednom pravu.⁵⁷⁷

Čl. 102. st. 2. ZOIFJP-a određuje da udjel može glasiti na investicijsko društvo ili kreditnu instituciju koja pruža usluge poslova pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenta, uključujući poslove skrbništva i s tim povezane usluge i poslove upravljanja portfeljem ili društvo za upravljanje koje obavlja poslove upravljanja portfeljem, pri čemu će se u registru udjela zabilježiti da investicijsko društvo, društvo za upravljanje ili kreditna institucija udjel drži za račun treće osobe.⁵⁷⁸

Vezano uz **potvrde o stjecanju udjela**, one se izdaju na zahtjev ulagatelja najkasnije u roku od **7 radnih dana od dana stjecanja udjela**.⁵⁷⁹ No, potvrda nije vrijednosni papir. Udjel i prava iz udjela u investicijskom fondu stječu se upisom u registar koji vodi ili društvo za upravljanje, od njega ovlaštena treća osoba ili SKDD.

2.2. Stjecanje udjela

Udio u otvorenom fondu može se steći **originarno i derivativno**.

2.2.1. Originarno stjecanje

O originarnom stjecanju govorimo kada ulagatelj kupi udio u UCITS fondu pri njegovoj (**inicijalnoj**) **javnoj ponudi**. Zakonodavac propisuje u čl. 88. st. 3. ZOIFJP-a da do sklapanja ugovora dolazi kada je ulagatelj društvu za upravljanje podnio uredan zahtjev za izdavanje udjela i izvršio valjanu uplatu iznosa iz zahtjeva, a društvo za upravljanje nije odbilo sklapanje ugovora. Kod originarnog stjecanja udjela broj udjela se uvijek povećava, dok kod derivativnog postojeći udjeli samo mijenjaju titulara. Originarno stjecanje udjela pri lansiranju fonda je specifično jer se unaprijed ne može predvidjeti hoće li se ostvariti planirano izdanje, ako se ne prikupe planirana sredstva.

577 Za Sloveniju, vidi čl. 233 ZISDU-2; za Austriju, vidi § 5 st. 2 InvFG-a; za Njemačku § 95 KAGB-a kada se radi o *Anteilscheine* (ispravama o udjelima) koji glase na ime.

578 Prema čl. 102. st. 4. ZOIFJP-a dana je ovlast HANFI da pravilnikom uredi ustroj i vođenje registra te objavljivanje podataka iz registra udjela UCITS fonda, što je HANFA i učinila. Vidi čl. 12 – 15 Pravilnika o udjelima UCITS fonda (NN 100/13).

579 Čl. 108. st. 1. ZOIFJP. Potvrda o kupnji udjela mora prema čl. 108. st. 2. ZOIFJP-a sadržavati: 1. datum izdavanja, odnosno stjecanja udjela, 2. naziv UCITS fonda, te tvrtku i sjedište društva za upravljanje, 3. broj udjela u imovini UCITS fonda na koje glasi potvrda, 4. ime i prezime, odnosno tvrtku/naziv i OIB imatelja udjela, 5. mjesto i datum izdavanja potvrde, 6. potpis ovlaštene osobe društva za upravljanje. Potpis može biti elektronički ili izveden mehaničkim umnožavanjem potpisa.

Pravilnik o udjelima UCITS fonda u čl. 2. st. 3. propisuje da je pri objavi početne ponude udjela UCITS fonda, društvo za upravljanje dužno navesti datume početka i završetka početne ponude, kao i datum do kojega će ulagateljima isplatiti uplaćena novčana sredstva u slučaju da završetkom razdoblja za početnu ponudu nije prikupljen predviđeni iznos najniže vrijednosti imovine UCITS fonda.

2.2.1.1. Osobe ovlaštene nuditi udjele i predugovorne informacije

Druge pravne osobe u RH mogu nuditi udjele UCITS fonda na temelju ugovora o poslovnoj suradnji osim društva za upravljanje.⁵⁸⁰ To su najčešće kreditne institucije, društva za osiguranje, investicijska društva, ali i druge pravne osobe.⁵⁸¹ **Pri nuđenju udjela UCITS fondova** te osobe nastupaju kao **zastupnici društva za upravljanje** na temelju ugovora sklopljenog u pisanom obliku s društvom za upravljanje.⁵⁸²

Pri kupnji udjela fonda, postoji obveza društva za upravljanje i njegovih zastupnika da ulagateljima učine dostupnim određene **predugovorne i ugovorne informacije o UCITS fondu**. Zakon sadrži i mnoga druga pravila kojih se te osobe moraju pridržavati.⁵⁸³ Tako su osobe ovlaštene za prodaju udjela u investicijskim fondovima s javnom ponudom, dužne osigurati ulagateljima dostupnost svih relevantnih dokumenata i podataka, posebice prospekt, izvješća, cijene.⁵⁸⁴ Također su dužne pravodobno prosljeđivati zahtjeve za stjecanje udjela.⁵⁸⁵

U promidžbi investicijskih fondova ili pri davanju podataka o investicijskim fondovima te se osobe moraju koristiti isključivo prospektom, izvješćima i promidžbenim materijalima koje odobri društvo za upravljanje.⁵⁸⁶ Zabranjeno im je davati lažne podatke ili podatke koji bi ulagatelje mogle dovesti u zabludu o stanju investicijskog fonda. Ne smiju davati netočne navode o investicijskom fondu, njegovim ciljevima ulaganja, povezanim rizicima, cijenama, prinosima ili bilo kojem drugom pitanju ili sadržaju vezanom uz investicijski fond ili ovlašteno društvo za upravljanje, niti davati druge navode koji odstupaju od sadržaja prospekta ili izvješća investicijskog fonda.⁵⁸⁷

Korisno je što je zakonodavac propisao obvezu osobe koja prodaje udjele da upozna potencijalnog ulagatelja **o iznosu provizije** koja pripada

580 Čl. 154 ZOIFJP-a. Vidi Pravilnik o uvjetima za nuđenje udjela UCITS fonda (NN 100/13).

581 Prema čl. 156. st. 1. ZOIFJP-a navedene osobe ne smiju obavljati poslove nuđenja udjela UCITS fondova u vrijeme kada im je HANFA, HNB ili drugo nadležno tijelo oduzelo odobrenje za rad.

582 Čl. 155. st. 1. ZOIFJP.

583 Čl. 157. ZOIFJP.

584 Čl. 157. t. 1. ZOIFJP.

585 Čl. 157. st. 2. ZOIFJP.

586 Čl. 157. t. 3. ZOIFJP.

587 Čl. 157. t. 4. ZOIFJP.

prodajnom agentu na temelju nudića udjela UCITS fonda, i to kao postotak ulazne naknade, godišnje naknade za upravljanje ili izlazne naknade.⁵⁸⁸ Osoba koja nudi udjele također mora upoznati potencijalnog ulagatelja s okolnošću koje društvo za upravljanje zastupa te nudi li proizvode samo naznačenog društva ili proizvode više društava.⁵⁸⁹

Zakon sadrži i odredbu prema kojoj osobe koje nude udjele odgovaraju društvu za upravljanje za pogreške ili propuste svojih radnika (čl. 157. t. 5. ZOIFJP-a) te za svako nepridržavanje zakona ili nekog drugog propisa (čl. 157. t. 8. ZOIFJP-a).

Za ulagatelja pri inicijalnoj javnoj ponudi ključna je dostupnost prospekta UCITS fonda jer je to poziv na kupnju udjela u fondu.⁵⁹⁰ Bitni sastojci prospekta sadržani su u čl. 183. ZOIFJP-a. K tomu, ulagatelja se mora upoznati i s pravilima UCITS fonda, jer u protivnom ona nemaju učinak prema ulagatelju, a ugovor o ulaganju je temeljem čl. 188. st. 2. ZOIFJP-a ništetan.

Čl. 204. st. 1. ZOIFJP-a propisuje da na svim mjestima na kojima se provodi nudića udjela UCITS fonda, ulagateljima mora biti omogućen uvid u prospekt i posljednje revidirane godišnje izvještaje te polugodišnje izvještaje UCITS fonda. To, prema čl. 204. st. 2. ZOIFJP-a, vrijedi i kada se nudića udjela u UCITS fondu odvija izvan prodajnih mjesta. Ulagateljima se prema čl. 204. st. 3. ZOIFJP-a na njihov zahtjev besplatno treba dostaviti prospekt te posljednje revidirano godišnje izvještaje i polugodišnje izvještaje UCITS fonda. Pravila fonda temeljem čl. 188. st. 4. ZOIFJP-a prilažu se prospektu UCITS fonda i čine njegov sastavni dio, osim ako prospekt predviđa da će pravila UCITS fonda ulagatelju biti dostavljena na njegov zahtjev, odnosno ako predviđa mjesto, u svakoj državi u kojoj se trguje udjelima UCITS fonda, gdje će pravila UCITS fonda biti dostupna na uvid.

Dobro je da je ZOIFJP-om **zamijenjen izraz statut u izraz pravila fonda**, osobito jer se radi o UCITS fondu koji počiva na ugovornom modelu. Time je, otkonio prijepore koji su postojali oko korištenja tog izraza. U pravnoj znanosti⁵⁹¹ bio je izražen stav da je izraz statut neprimjeren, pri čemu je naglašavano da se radi o općim uvjetima poslovanja. To što se ti uvjeti poslovanja sada nazivaju pravilima fonda (*fund rules*) ne mijenja ništa u njihovoj pravnoj naravi. Osobama koje s društvom za upravljanje sklapaju ugovor pripada zaštita od **nepoštenih ugovornih odredbi**, bilo temeljem odredbi o njihovoj ništetnosti po općem obveznom pravu iz čl. 296. ZOO-a, bilo temeljem posebnih propisa sadržanih u Glavi XI ZZP-a. Potonja im zaštita pripada ako fizička osoba s društvom za upravljanje

588 Čl. 157. t. 6. ZOIFJP.

589 Čl. 157. t. 7. ZOIFJP.

590 Čl. 176. st. 1. ZOIFJP.

591 Miladin, P., Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitarne banke, op. cit., str. 361. Smatramo da je izraz statut u vrijeme važenja ZIF-a bio kreiran kako bi se njime "pozajedničio" izraz za pravila fondova ustrojenih u obliku dioničkog društva kao i onih koji nisu imali pravnu osobnost, pri čemu je samo za prve bio primjeren.

sklupa ugovor u svojstvu potrošača u smislu čl. 3. ZZZP-a.⁵⁹² Okolnost da je opće uvjete poslovanja odobrila HANFA *ne* ukida mogućnost njihove posteriorne sudske kontrole. S obzirom na stalno prisutnu opasnost od nepoštenih ugovornih odredbi u pravnoj znanosti je izraženo mišljenje⁵⁹³ da bi HANFA unaprijed mogla utvrditi popis valjanih odredbi tih pravila (odnosno općih uvjeta poslovanja), koje bi društva za upravljanje mogla preuzimati, pouzdajući se u njihovu valjanost.

2.2.1.2. Način i vrijeme sklapanja ugovora o ulaganju

Pravni temelj za originarno stjecanje udjela je **ugovor o ulaganju**. Njime temeljem čl. 88. st. 1. ZOIFJP-a nastaje povjerenički odnos između ulagatelja i društva za upravljanje. Taj je povjerenički odnos pobliže uređen pravilima UCITS fonda (čl. 188. st. 1. ZOIFJP). To je ugovor kod kojeg se isprepliću **elementi ugovora o povjerenstvu s elementima ugovora o nalogu i ugovora o službi**.⁵⁹⁴ U usporednoj literaturi postoje shvaćanja da se radi o ugovoru *sui generis*.⁵⁹⁵ Od ugovora o nalogu razlikuje se što društvo za upravljanje za razliku od klasičnog nalogoprimca nije dužno slijediti upute nalogodavca. Osobina ovog ugovora je i da su odnosi između ulagatelja i društva za upravljanje u velikoj mjeri uređeni kogentnim normama ZOIFJP-a.

Prema čl. 88. st. 3. ZOIFJP-a ugovor o ulaganju sklopljen je **kada je** ulagatelj društvu za upravljanje podnio **uređan zahtjev** za izdavanje udjela i **izvršio valjanu uplatu** iznosa iz zahtjeva, a **društvo za upravljanje nije odbilo sklapanje ugovora**.

Društvo za upravljanje u pravilu razmatra zahtjev za izdavanje udjela tek nakon što je tom zahtjevu priložena i uplata iznosa označenog u zahtjevu. Kada ga ponuditelj uplati, društvo za upravljanje mora odrediti cijenu udjela po kojoj će doći do prihvata ponude, prema zakonom propisanoj metodologiji. Osim kod inicijalne ponude, ono to čini tako da procjenjuje vrijednost neto imovine fonda na određeni dan, i taj iznos podijeli s brojem udjela.⁵⁹⁶ Na tako određenu cijenu udjela društvo za upravljanje potom obračunava i ulaznu naknadu.⁵⁹⁷

592 Može li ulagatelj biti potrošač vidi više u: Čulinović-Herc, E., Zaštita potrošača i zaštita ulagatelja na hrvatskom tržištu usluga, 209 – 257, u Tomljenović, V., Čulinović-Herc, E. (ur.), Zaštita potrošača i ulagatelja u europskom i hrvatskom pravu, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2005.

593 Miladin, P., Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitarne banke, op. cit., str. 363.

594 Ibid., str. 355 - 396.

595 Tako primjerice Einsele, D., Bank- und Kapitalmarktrecht: Nationale Und Internationale Bankgeschäfte, Mohr Siebeck, 2006, § 10, Rbr. 25.

596 Izdavanje udjela u UCITS fondu obavlja se tijekom određenog dana po cijeni koja u vrijeme izvršenja zahtjeva za izdavanje ili otkup udjela nije određena, nego određiva (čl. 163. st. 1. ZOIFJP). Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu (NN 100/13) detaljno uređuje ovu materiju.

597 Vidi čl. 164. st. 1. ZOIFJP: "Izdavanje i otkup udjela u UCITS fondu obavlja se

4. Prava iz udjela u UCITS fondu

Osim što stječe položaj suovlaštenika na zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda, sa stjecanjem udjela u UCITS fondu, ulagatelj stječe i obvezna prava iz tog udjela. Osim prava na udio u dobiti, važno pravo imatelja udjela je pravo zahtijevati otkup udjela od društva za upravljanje. Postoji također i pravo na obaviještenost, te pravo na isplatu ostatka likvidacijske mase, dođe li do prestanka fonda. Određena zasebna prava pripadaju ulagateljima i pri provedbi postupaka spajanja i pripajanja fondova.

4.1. Pravo na otkup udjela

Pravo na otkup udjela glavna je značajka UCITS fondova. Ulagatelji zahtjev za otkup temeljem čl. 88. st. 2. ZOIFJP-a upravljaju prema društvu za upravljanje UCITS fondom.

Prema čl. 165. st. 1. ZOIFJP-a otkup udjela UCITS fonda zakonodavac definira kao pravni posao kojim **ulagatelj konačno i bezuvjetno otuđuje udjele UCITS fonda**, a društvo za upravljanje ih otkupljuje te se udjeli isplaćuju iz imovine UCITS fonda. Zahtjev za otkup može se odnositi **na sve ili dio svojih udjela** u UCITS fondu⁶⁶⁶ te treba biti utemeljen uvjetima iz prospekta UCITS fonda. Društvo ima pravo odbiti otkup udjela, ali samo ako je to propisano zakonom.⁶⁶⁷

Prema čl. 165. st. 3. ZOIFJP-a ulagatelj ima pravo zahtijevati otkup udjela u UCITS fondu pod uvjetom da je ovlašten njima slobodno raspolagati.

Isplata iznosa otkupljenog udjela UCITS fonda doznajuje se imatelju (otkupljenog) udjela najkasnije u roku od **7 radnih dana od primitka valjanog zahtjeva za otkup**.⁶⁶⁸ Temeljem čl. 164. st. 1. ZOIFJP-a otkup udjela u UCITS fondu obavlja se tijekom određenog dana po cijeni koja u vrijeme izvršenja zahtjeva za izdavanje ili otkup udjela nije određena, nego određiva, u skladu sa ZOIFJP-om, provedbenim propisima i prospektom UCITS fonda. **Na utvrđenu cijenu**,⁶⁶⁹ **dopušteno je obračunavati i naplaćivati ulazne i izlazne naknade**.⁶⁷⁰

Moguć je i otkup in specie. To je otkup koji se obavlja prijenosom odgovarajućeg postotka svake vrste imovine investicijskog fonda u ukupnoj vrijednosti jednakoj vrijednosti udjela koji se time otkupljuju. On je

666 Čl. 165. st. 2. ZOIFJP.

667 Misli se na situacije u kojima postoje razlozi za obustavu otkupa udjela. Vidi čl. 168. ZOIFJP-a.

668 Čl. 108. st. 3. ZOIFJP.

669 Izračunava se prema formuli, vidi čl. 164. st. 3. t. 1. i 2. ZOIFJP-a.

670 Prema čl. 164. st. 2. ZOIFJP-a nije dopušteno izdavanje i otkup udjela u UCITS fondu za iznos manji ili veći od cijene udjela (neto vrijednosti imovine po udjelu).

dopušten u mjeri u kojoj je to moguće i provedivo, u slučaju kada bi se prodajom imovine UCITS fonda, neophodnom za zadovoljenje zahtjeva za otkup velike vrijednosti, u nepovoljan položaj doveli ostali ulagatelji UCITS fonda i pod uvjetom da prospekt UCITS fonda predviđa otkup *in specie*.⁶⁷¹

Dopuštena je i kombinacija otkupa *in specie* s običnim otkupom, pod uvjetom da je isto predviđeno prospektom UCITS fonda.

Postoje situacije kada **društvo za upravljanje može obustaviti otkup udjela**. To je moguće samo iznimno. Prema čl. 168. st. 1. ZOIFJP-a, to je moguće ako društvo za upravljanje i depozitar smatraju da postoje osnovani i dostatni razlozi za obustavu otkupa u interesu imatelja ili potencijalnih imatelja udjela. Ako se obustavi otkup mora se ujedno obustaviti i izdavanje udjela.⁶⁷² Bez suglasnosti depozitara nije moguće provesti obustavu otkupa.⁶⁷³

Prema čl. 168. st. 3. ZOIFJP-a društvo za upravljanje dužno je obustavu izdavanja i otkupa udjela bez odgode **prijaviti HANFI** i nadležnim tijelima države sjedišta UCITS fonda te nadležnim tijelima svih država u kojima se trguje udjelima UCITS fonda.⁶⁷⁴ K tomu je prema čl. 168. st. 4. ZOIFJP-a dužno svaku obustavu izdavanja i otkupa udjela **objaviti na svojim internetskim stranicama** tijekom trajanja obustave i **bez odgode u jednim dnevnim novinama** koje se prodaju na cijelom ili pretežnom području RH kao i države u kojoj se trguje udjelima.

HANFA ima samostalnu ovlast, neovisnu od društva za upravljanje i depozitara, da temeljem čl. 168. st. 5. ZOIFJP-a naložiti izdavanje i otkup udjela UCITS fondova ako je to u javnom interesu ili interesu ulagatelja UCITS fonda, kao i ovlast da temeljem čl. 168. st. 6. ZOIFJP-a naloži privremenu obustavu izdavanja i otkup udjela (ako postoje osnovani i dostatni razlozi za obustavu izdavanja i otkupa u interesu imatelja ili potencijalnih imatelja udjela).

Prestanak obustave uređen je čl. 169. ZOIFJP-a. Ona mora prestati čim je prije moguće, a **najkasnije u roku od 28 dana od početka obustave**, osim ako se HANFA izrijeком ne suglasi s produljenjem naznačenog roka. Kao i obustavu tako je i nastavak poslovanja UCITS fonda potrebno prema čl. 169. st. 2. ZOIFJP-a **bez odgode prijaviti HANFI** te objaviti na isti način.

Pri otkupu udjela UCITS fonda ulagatelju se uz cijenu udjela naplaćuje **izlazna naknada**.⁶⁷⁵ Nije dopustivo naplaćivati izlaznu naknadu

671 Čl. 166. st. 1. ZOIFJP.

672 Čl. 168. st. 1. ZOIFJP.

673 Čl. 168. st. 2. ZOIFJP. Ako depozitar nije suglasan s odlukom društva za upravljanje o obustavi izdavanja i otkupa udjela, dužan je o tome bez odgode obavijestiti HANFU, a obustavu nije dopušteno provesti.

674 Ako društvo za upravljanje ne ispuni tu svoju obvezu, istu je dužan ispuniti depozitar.

675 Čl. 170. st. 1. ZOIFJP.

pri likvidaciji (čl. 170. st. 2. ZOIFJP). Kada je UCITS fond osnovan na određeno vrijeme društvo za upravljanje vrši otkup udjela i u potpunosti isplaćuje ulagatelje po cijeni udjela.⁶⁷⁶

4.2. Pravo zamjene udjela

Zamjena udjela prema čl. 167. ZOIFJP-a istovremeni je otkup udjela u UCITS fondu i izdavanje udjela u drugom UCITS fondu kojim upravlja isto društvo za upravljanje, od istog ulagatelja, i to za novčana sredstva koja mu se isplaćuju na ime otkupa udjela u UCITS fondu.

4.3. Pravo na obaviještenost

Pravo na obaviještenost važno je pravo ulagatelja, regulirano dijelom VIII. ZOIFJP-a.⁶⁷⁷ Objave za ulagatelje mogu se grupirati u nekoliko skupina: prospekt investicijskog fonda, pravila investicijskog fonda, ključni podaci za ulagatelje, godišnje izvješće i ostale obavijesti.

ZOIFJP propisuje da je društvo za upravljanje dužno za svaki fond kojim upravlja izraditi prospekt, izraditi i objaviti revidirano godišnje i polugodišnje izvješće. Za svaki otvoreni investicijski fond s javnom ponudom mora izraditi **ključne podatke za ulagatelje** i redovito obavještavati ulagatelje o **drugim propisanim objavama** (čl. 174. st. 1. ZOIFJP). Ti dokumenti i obavijesti moraju biti izrađeni i objavljeni na hrvatskom jeziku.⁶⁷⁸ Najnovije verzije dokumenata i obavijesti moraju biti objavljene na internetskim stranicama društva za upravljanje.⁶⁷⁹

4.3.1. Obveza dostave prospekta

4.3.1.1. Općenito o obvezi izrade, objave i dostave prospekta

Čl. 176. st. 1. ZOIFJP-a pojmovno određuje prospekt investicijskog fonda **kao poziv na davanje ponude** za izdavanje udjela UCITS fonda. Zahtijeva se da informacije navedene u prospektu budu istinite, točne, potpune i dosljedne.⁶⁸⁰ Sve odredbe u prospektu moraju biti napisane jasnim, jednostavnim i ulagateljima lako razumljivim jezikom.⁶⁸¹ Prema čl.

676 Čl. 321. st. 2. ZOIFJP.

677 O predugovornim informacijama kao i o informacijama koje se daju ulagateljima na kontinuiranoj osnovi za njemačko pravo, vidi u: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., § 113 Investmentgeschäft, 1474-1499, u Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (ur.), Bankrechts-Handbuch, Band II, C. H. Beck, München, 2011, str. 1450-1456.

678 Čl. 174. st. 2. ZOIFJP.

679 Čl. 174. st. 3. ZOIFJP.

680 Čl. 176. st. 2. ZOIFJP.

681 Čl. 176. st. 3. ZOIFJP.

177. st. 1. ZOIFJP-a **prospektu investicijskog fonda prilažu se i pravila investicijskog fonda** koja čine njegov sastavni dio. Ako prospekt predviđa da će pravila investicijskog fonda ulagatelju biti dostavljena na njegov zahtjev, odnosno da predviđa mjesto, u svakoj državi članici u kojoj se trguje udjelima investicijskog fonda, gdje će pravila investicijskog fonda biti dostupna na uvid, tada se pravila investicijskog fonda ne moraju priložiti prospektu.⁶⁸²

Prije pokretanja javne ponude udjela UCITS fonda, **prospekt mora odobriti HANFA**, a to ima zadaću učiniti **u roku od 2 mjeseca** od dana podnošenja urednog zahtjeva.⁶⁸³ Ako je došlo do bitnih izmjena prospekta, i te se izmjene na isti način moraju odobriti. Ako podnositelj zahtjeva za izdavanje odobrenja prospekta u roku koji odredi HANFA ne ukloni nedostatke zahtjeva, smatrat će se da je odustao od zahtjeva.⁶⁸⁴ Presumira se da je HANFA odobrila prospekt ako nije o njemu odlučila u navedenom roku od 2 mjeseca.⁶⁸⁵

Prema čl. 179. st. 1. ZOIFJP-a javna ponuda udjela UCITS fonda u RH nije dopuštena ako prospekt nakon odborenja nije **objavljen na zakonom propisani način**.⁶⁸⁶

Društvo za upravljanje dužno je prema čl. 180. st. 1. ZOIFJP-a u roku od 7 dana nakon dobivanja odobrenja HANFE prospekt UCITS fonda u elektroničkom obliku dostaviti HANFI i objaviti prospekt na jedan od četiri načina, te povratno HANFU izvijestiti o načinu objave.

Nakon što je prospekt objavljen (na jedan od četiri načina) društvo za upravljanje dužno je sljedeći radni dan u dnevnik novinama, koje se redovito prodaju na cijelom ili pretežnom području RH, **objaviti i obavijest** o načinu na koji je prospekt objavljen te gdje i kako ulagatelji mogu pribaviti prospekt.⁶⁸⁷ Objavljeni prospekt i promjene prospekta sadržajno i oblikom, moraju biti jednaki izvorniku koji je odobrila HANFA.⁶⁸⁸

682 Čl. 177. st. 2. ZOIFJP.

683 Čl. 178. st. 1. ZOIFJP. Pojam urednog zahtjeva definiran je u čl. 178. st. 2. ZOIFJP-a.

684 Čl. 178. st. 3. ZOIFJP.

685 Čl. 178. st. 4. ZOIFJP.

686 Prema čl. 181. st. 1. t. 1. - 4. ZOIFJP-a društvu za upravljanje dopušteno je objaviti prospekt na jedan četiri načina: 1. u elektroničkom obliku na internetskim stranicama društva za upravljanje, 2. objavom u jednim ili više dnevnih novina koje se prodaju na cijelom ili pretežitom području Republike Hrvatske, 3. objavom u jednim ili više dnevnih novina koje se prodaju na cijelom ili pretežitom području države u kojoj će udjeli biti ponuđeni javnosti, 4. u tiskanom obliku, besplatno stavljen javnosti na raspolaganje u službenim prostorijama društva za upravljanje i svim poslovnica prodajnih zastupnika društva za upravljanje.

687 Čl. 180. st. 2. ZOIFJP.

688 Čl. 182. ZOIFJP.

Prema čl. 187. ZOIFJP-a prospekt se **ulagateljima dostavlja na njihov zahtjev i besplatno**, u pisanom obliku ili na trajnom mediju, ovisno o zahtjevu ulagatelja. Dužnost dostave prospekta ulagateljima na njihov zahtjev ponovljen je i u čl. 204. st. 3. ZOIFJP-a, jer je to kontinuirana obveza društva za upravljanje, a ne samo pri sklapanju ugovora o ulaganju. Na svim mjestima na kojima se provodi nuđenje udjela UCITS fonda, ulagateljima mora biti omogućen **uvid u prospekt**.⁶⁸⁹ Uvid u prospekt mora biti omogućen ulagateljima i onda kada se prodaja udjela u investicijskom fondu obavlja **izvan prodajnih mjesta**.

Sadržaj prospekta propisan je u čl. 183. ZOIFJP-a. Društvo za upravljanje dužno je **jednom godišnje ažurirati prospekt** UCITS fonda u dijelu koji se odnosi na nebitne promjene prospekta u protekloj godini.⁶⁹⁰ Mora ga k tome dostaviti HANFI i objaviti na svojim internetskim stranicama najkasnije do 15. veljače svake godine.⁶⁹¹

Ako se mijenjaju podaci koji se smatraju bitnima (čl. 184. st. 1. t. 1. – 5. ZOIFJP),⁶⁹² za te je promjene potrebno ishoditi **suglasnost HANFE**. Ako HANFA prihvati izmjene prospekta, društvo mora na svojim internetskim stranicama, na vidljivom mjestu, objaviti **obavijest o bitnim promjenama prospekta** te u roku od 7 dana od dana zaprimanja suglasnosti HANFE svim ulagateljima poslati obavijest o bitnim promjenama prospekta, kako bi oni mogli ostvariti svoje pravo da zahtijevaju **otkup udjela u roku od 40 dana** od objave obavijesti bez plaćanja izlazne naknade.⁶⁹³

4.3.1.2. Odgovornost za točnost i potpunost prospekta i drugih objava

4.3.1.2.1. Društvo za upravljanje kao odgovorna osoba

Pitanje odgovornosti iz prospekta prijeporno je pitanje s obzirom na to da je prospekt predugovorna informacija, pa je sporna i osnova te odgovornosti. **Osim prospekta** društvo za upravljanje pri nuđenju udjela u fondovima i na kontinuiranoj osnovi ulagatelja informira i o pravilima UCITS fonda, ključnim podacima za ulagatelje, o polugodišnjim i revidiranim godišnjim izvještajima i drugim objavama.

689 Čl. 204. st. 1. ZOIFJP.

690 Čl. 186. st. 1. ZOIFJP.

691 Čl. 186. st. 2. ZOIFJP.

692 To su: 1. promjene ulaznih naknada, godišnjih naknada za upravljanje ili izlaznih naknada, koje mogu rezultirati većim troškovima za ulagatelje, 2. promjene ulagačkih ciljeva UCITS fonda, 3. promjene profila rizičnosti UCITS fonda, sklonosti prema riziku i sposobnosti nosivosti rizika, 4. promjene politike isplate prihoda ili dobiti UCITS fonda imateljima udjela, 5. produljenja trajanja ili skraćivanja trajanja UCITS fonda, kada je isti osnovan na određeno vrijeme.

693 Čl. 184. st. 2., 3. i 4. ZOIFJP.

U čl. 175. st. 1. ZOIFJP-a propisano je da društvo za upravljanje odgovara za štetu **prema kriteriju pretpostavljene krivnje** koja nastane imateljima udjela UCITS fonda zbog izdavanja ili otkupa udjela UCITS fonda, odnosno propusta otkupa udjela UCITS fonda, ako je te radnje ili propuste imatelj udjela učinio na temelju dokumenata ili obavijesti koji su sadržavali neistinite ili nepotpune podatke i informacije ili podatke i informacije koji dovode u zabludu.⁶⁹⁴

Iako čl. 99. st. 4. ZOIFJP-a uređuje da društvo za upravljanje **ne odgovara za štetu** koja je nastala kao posljedica **više sile**, smatramo da će takva osnova ekskulpacije teško doći u obzir kada je u pitanju prospekt.

U čl. 179. st. 3. ZOIFJP-a izrijeком je propisano da **HANFA ne odgovara** za istinitost i potpunost informacija koje sadrži odobreni prospekt.

4.3.1.2.2. Odgovornost na temelju pretpostavljene krivnje

ZOIFJP precizira da se radi o odgovornosti na temelju pretpostavljene krivnje. To znači da se mora utvrditi postojanje štetne radnje, štete i uzročne veze, dok se postojanje krivnje predmnijeva. Društvo za upravljanje mora dokazati da je postupalo s pažnjom dobrog stručnjaka. Taj standard pažnje vrijedi i za članove uprave, nadzornog odbora i prokuriste (čl. 48. st. 1. ZOIFJP-a).

Tužitelj mora dokazati štetu, štetnu radnju i uzročnu vezu.

Do štete, primjerice, može doći ako ulagatelj kupi udjele u investicijskom fondu na temelju prospekta koji je sadržavao informacije o tomu da društvo za upravljanje neće uopće ili neće preko nekog postotnog iznosa ulagati imovinu fonda u visoko rizične financijske instrumente (npr. neke izvedenice). Ako ono ipak uloži u te instrumente pa kao rezultat toga na imovini fonda nastupi šteta, ta se šteta odražava i na imovinu ulagatelja, jer je vrijednost njegova udjela neposredno ovisna o vrijednosti imovine fonda, a ulagatelji su njezini titulari. **Ulagatelju nastupa čista ekonomska šteta**, (*pure economic loss*) u vidu smanjenja cijene udjela po kojoj ga on može otuđiti.⁶⁹⁵

⁶⁹⁴ Prema čl. 175. st. 2. ZOIFJP-a društvo za upravljanje odgovara po kriteriju pretpostavljene krivnje i za štetu koja nastane imateljima udjela UCITS fonda zbog radnji ili propusta imatelja udjela učinjenih na temelju neistinitih ili nepotpunih podataka i informacija ili podatka i informacija koji dovode u zabludu sadržanih u drugim objavama ili obavijestima društva za upravljanje ili na temelju podataka i izjava koje imatelju udjela prosljede osobe koje u ime i za račun društva za upravljanje obavljaju poslove nuđenja udjela UCITS fonda.

⁶⁹⁵ O pojmu čiste ekonomske štete i vidi Kalss, S., Recent developments in liability for nondisclosure of capital market information, *International Review of Law and Economics*, 27, 2007, 70 – 95. Autorica objašnjava da se odgovornost za objavu neistinitih informacija ne mora temeljiti na ugovoru. Bit je u intenzivnosti odnosa. Što

Navedenu čistu ekonomsku štetu (*pure economic loss*) u hrvatskom pravu moglo bi se usporediti sa stvarnom, odnosno pozitivnom ili običnom štetom po ZOO-u. Njome se, naime, umanjuje imovina ulagatelja i to na dva načina: kupnjom udjela po skupljoj cijeni (a do nje ne bi ni došlo da su informacije u prospektu bile istinite i potpune) što predstavlja umanjene imovine ulagatelja u odnosu na nižu cijenu udjela u investicijskom fondu koja je nastupila, nakon što je šteta "otkrivena" ili prodajom udjela po nižoj cijeni (do koje ne bi došlo da su informacije u prospektu bile istinite i potpune). **Karakteristika takve štete je multiplikativni efekt.**⁶⁹⁶ Naime, objavljivanjem nepotpunih i neistinitih podataka šteta se može prouzročiti većem broju ulagatelja kojima su ti podaci bili upućeni.

No, kao što to zorno u nastavku pokazuje sudska praksa SAD-a u sporovima iz odgovornosti iz prospekta **najteže je dokazati uzročnost** - je li šteta ulagatelju nastala kao rezultat upravo tog činjenja ili nečinjenja društva za upravljanje ili je primjerice odraz inače tržišnog trenda prisutnog kod fondova iste ulagačke orijentacije, odnosno lošeg upravljanja povjerenom imovinom?

4.3.1.2.3. Odgovornost iz prospekta prema njemačkom pravu

U njemačkom pravu, odgovornost iz prospekta razvio je Vrhovni sud SR Njemačke (u daljem tekstu: BGH) kao reakciju na slom tržišta nekretnina do kojeg je došlo zbog prekomjernog ulaganja u nekretnine (motiviranog jakim poreznim poticajima), a koje je javnosti nuđeno ponudom dionica nekretninskih društava. Sudovi su razvili opću doktrinu o odgovornosti iz prospekta tako da su primijenili tu odgovornost i kada su ulagatelji stekli vrijednosne papire ili neke druge financijske instrumente izvan burze.⁶⁹⁷ Pri tom se nije mehanički primijenila analogija glede odgovornosti koja postoji kod burzovnog prospekta,⁶⁹⁸ nego se razvila potpuno samostalna opća koncepcija o odgovornosti iz prospekta.⁶⁹⁹ Ona se temelji na kon-

je intenzitet veći to je veća vjerojatnost uspostave čiste ekonomske štete. Vidi posebno str. 77 i 78.

696 Kalss, S., Massenverfahren im Kapitalmarktrecht, Österreichisches Bankarchiv, 2005, 322 i dalje.

697 Vidi prve odluke: Bundesgerischshofs (BGH), Die Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (BGHZ) 71, 284, 24. 04. 1978; Bundesgerischshofs (BGH), Die Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (BGHZ) 72, 382, 16. 11. 1978; Bundesgerischshofs (BGH), Die Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (BGHZ) 79, 337, 06. 10. 1980; Bundesgerischshofs (BGH), Die Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (BGHZ) 77, 172, 22. 05. 1980.

698 Börsengesetz, BGBl. I S. 1330, 1351. Vidi § 32 Börsengesetz.

699 Hopt, K., Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs, in 50 Jahre Bundesgerichtshof – Festgabe aus der Wissenschaft, Band II., 497-550, München, 2000. Vidi još: Eyles, U., Bürgerlichrechtliche Prospekthaftung, u: Vortmann, J. (Ed.), Prospekthaftung und Anlageberatung, Kohlhammer, 2000, § 2 Rn. 1 i dalje.

financijskim instrumentima sklopljenim s tom osobom ne smije prijeći **35% neto vrijednosti imovine fonda**. Ukupna izloženost prema jednom izdavatelju (u što se ubrajaju ulaganja u prenosive vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca, depoziti koji se drže kod te iste osobe i izloženost koja proizlazi iz transakcija s **neuvrštenim** izvedenicama sklopljenih s tom osobom) prema čl. 250. st. 1. t. 7. ZOIFJP-a ne smije prijeći **20% neto imovine fonda**, a ako je izdavatelj kreditna institucija, **35% neto imovine fonda**.

U čl. 250. st. 2.-5. ZOIFJP-a zakonodavac navodi okolnosti zbog kojih se mogu **prekoračiti ograničenja ulaganja**. Prema čl. 250. st. 6. ZOIFJP-a ograničenja ulaganja mogu biti prekoračena **u prvih 6 mjeseci od osnivanja UCITS fonda** (uz dužno poštovanje načela razdiobe rizika i zaštite interesa imatelja udjela). Uvjete i ograničenja vezana uz takve tehnike i instrument HANFA će odrediti detaljnije pravilnikom.

Navedena ograničenja mogu se prekoračiti i kada fond ostvaruje prava prvenstva upisa ili prava upisa koja proizlaze iz prenosivih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca koji čine dio njegove imovine te pri prodaji imovine fonda radi istovremene isplate većeg broja udjela u fondu (čl. 250. st. 2. ZOIFJP). Također, prema čl. 250. st. 3. ZOIFJP-a ako su prekoračenja ograničenja posljedica okolnosti na koje društvo za upravljanje nije moglo utjecati ili ostvarivanja prava upisa, društvo za upravljanje dužno je uskladiti ulaganja fonda u razumnom roku ne duljem od 3 mjeseca⁸²⁶ i transakcije prodaje poduzimati prvenstveno radi usklađenja ulaganja imovine fonda, pri čemu mora uzimati u obzir interese imatelja udjela, nastojeći pri tomu eventualni gubitak svesti na najmanju moguću mjeru. Prema čl. 250. st. 5. ZOIFJP-a ako su prekoračenja ograničenja iz prvog stavka čl. 250. ZOIFJP-a **posljedica transakcija koje je sklopilo društvo za upravljanje**, a kojima su se u trenutku njihova sklapanja prekoračila navedena ograničenja, društvo za upravljanje dužno je uskladiti ulaganja fonda odmah po saznanju za prekoračenje ograničenja, te fondu mora nadoknaditi tako nastalu štetu.

6. Posebno strukturirani UCITS fondovi

Na tržištu kapitala EU-a uočila se potreba za stvaranjem većih investicijskih *poolova* imovine, koji mogu konkurirati investicijskim fondovima izvan EU-a, prije svega, onima iz SAD-a. Naime, za tržišta kapitala država članica EU-a karakterističan je veliki broj malih investicijskih fondova. Zbog toga je nastala ideja o iznalaženju optimalnog modela ulaganja kako bi se okupila što veća imovina kojom se upravlja primjenom

826 Prema čl. 250. st. 4. ZOIFJP-a iznimno, na zahtjev društva za upravljanje HANFA može produžiti taj rok za dodatna 3 mjeseca ako je to u interesu ulagatelja.

jedinstvene investicijske politike. Odgovor je nađen u primjeni modela *master feeder* UCITS fondova (glavni i napajajući fond), koje uređuju UCITS direktive i koji su preuzeti u hrvatsko pravo.

6.1. Oblici strukturiranja UCITS fonda

Uobičajeno poimanje upotrebe ulagateljske strategije fonda jest da jedan fond koristi jednu ulagateljsku strategiju u kojoj sudjeluju svi ulagatelji tog fonda (tzv. *single strategy fund structure*). Ipak, postoje i složenije strukture koje uključuju da jedan fond koristi više strategija (tzv. *multi strategy umbrella funds*). U našem zakonu takve strukture se nazivaju **krovnim fondovima** koji obuhvaćaju dva ili više **podfondova** te nemaju pravnu osobnost (čl. 251. ZOIFJP). Pri tomu se svaki od podfondova u smislu dopuštenih ulaganja i propisanih ograničenja smatra posebnim investicijskim fondom.

S obzirom na to da je jedan od glavnih ciljeva UCITS direktiva poticanje prekograničnih djelovanja investicijskih fondova, zbog čega je uvedena u putovnica fonda i putovnica društva za upravljanje, ne čudi da je isti cilj ostvaren i regulacijom određenih (do tada zabranjenih) struktura. Radi se o *master-feeder* strukturama (glavnom i napajajućem fondu). Njih svakako **treba razlikovati od fondova fondova** (tzv. *funds of funds*) koji imaju specifičnu investicijsku politiku, no ne nužno i posebnu strukturu. U potonjem slučaju radi se jednostavno o fondovima koji ulažu u fondove, pri čemu fondovi u koje se ulaže ne "hrane" *master* (glavni) fond.⁸²⁷

Uz odredbe ZOIFJP-a za ove vrste fondova mjerodavan je i Pravilnik o glavnim i napajajućim UCITS fondovima.⁸²⁸

6.2. *Master feeder* strukture (glavni i napajajući fond)

Ulaganje UCITS fondova u druge fondove (fondovi fondova) u manjoj mjeri je bilo dopušteno i prije uvođenja *master feeder* struktura, no zbog postojanja odredbi o diverzifikaciji portfelja samo u ograničenom obliku.⁸²⁹ Zbog toga jedan fond nije mogao potpuno ovisiti o investicijskoj politici drugog fonda. Ipak, s vremenom je uočeno kako strukture u kojima jedan fond u velikom dijelu ulaže u drugi fond imaju svoje prednosti te ih, pod određenim uvjetima treba dopustiti, što je regulirano odredbama o *master feeder* strukturama.

827 Spangler, T., *The Law of Private Investment Funds*, op. cit., str. 13-14.

828 NN 85/13.

829 Kako je već prethodno izloženo, fondovi fondova mogu svu svoju imovinu uložiti u udjele drugih UCITS fondova, no tada se zahtijeva ulaganje u udjele barem 5 drugih investicijskih fondova. Također, pod određenim uvjetima mogu uložiti i u alternativne fondove, dok *master feeder* strukture podrazumijevaju ulaganje samo u UCITS fondove.

Radi poboljšanja konkurentnosti europskih fondova, jedan od ciljeva UCITS IV Direktive bio je **stvaranje fondova optimalne veličine**. Naime, europsko tržište investicijskih fondova odlikuje velik broj malih fondova.⁸³⁰ To vodi k većim troškovima upravljanja i neželjenom dupliciranju resursa. Kako bi se postigla maksimalna **iskoristivost ekonomije razmjera**, UCITS IV Direktiva uvodi dva komplementarna rješenja: olakšava prekogranično spajanje i pripajanje UCITS fondova (*mergers*)⁸³¹ te omogućava oblikovanje *master feeder* strukture. U oba slučaja dolazi do racionalizacije troškova, pri čemu je prvo rješenje optimalno za situacije u kojima postoji potreba da se iz jednog centra nudi isti fond prekogranično, a drugo rješenje smjera većoj adaptabilnosti fonda na zahtjeve tržišta i ulagatelja. U okviru potonjeg cilja razmatrano je nekoliko ulagateljskih tehnika koje se mogu staviti pod zajednički naziv *poolinga*.⁸³² Radi se o tzv. *virtual pooling*,⁸³³ tzv. *entity pooling* u širem smislu i *master feeder* strukturama.⁸³⁴ Dvije potonje tehnike odnose se na upravljanje fondovima koji veliki dio svoje imovine ulažu u drugi fond(ove).

Entity pooling u širem smislu podrazumijeva postojanje nekoliko glavnih i nekoliko napajajućih fondova koji ulažu u glavne fondove u različitim omjerima. To je fleksibilniji pristup koji omogućava društvu za upravljanje da brže odgovori na tržišne promjene i na afinitete ulagatelja olakšavajući pristup najboljim menadžerima i potičući njihovu međusobnu konkurenciju. *Master feeder* struktura, s druge strane, podrazumijeva postojanje jednog glavnog i barem jednog napajajućeg fonda koji u glavni ulaže barem 85% svoje imovine. Dok glavni fond može imati neograničen broj napajajućih fondova, nije dopušteno da napajajući fond ulaže u više

830 Prosječan europski fond je više od 5 puta manji od svoje američke inačice. Vidi Commission staff working document: Impact assessment of the Legislative Proposal amending the UCITS Directive, COM (2008) 458 final, 16. 07. 2008, 1-128 (dalje: Impact assessment uz prijedlog UCITS IV Direktive). Vidi str. 14 i 15.

831 Kako je prekogranično spajanje i pripajanje fondova bilo moguće i prije UCITS IV Direktive, njezine odredbe smjeraju olakšavanju tog postupka.

832 *Pooling* tehnika (poznata i kao "commingling") olakšava mogućnost kombiniranja imovine na jedan zajednički račun radi lakšeg upravljanja i skrbništva. Ta je tehnika široko korištena u nekim europskim jurisdikcijama, no još ne u okviru UCITS fondova. Više o tome vidi: Appendices to the report on Investment Fund Market Efficiency: Authorisation, Notification and Simplified Prospectus, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/annex_efficiency_en.pdf (posjet 8. srpnja 2013.).

833 *Virtual pooling* koristi informatičku tehnologiju kako bi izmiješao imovinu dvaju ili više fondova (ili podfondova krovnih fondova) u virtualan *pool* koji nije zasebna pravna osoba. Iako nisu zabranjeni, dosta su kompleksni i nedovoljno razvijeni u svim državama zbog čega još uvijek nije došlo do regulacije takve tehnike u okviru UCITS zakonodavstva. Commission staff working document: Impact assessment of the Legislative Proposal amending the UCITS Directive, op. cit., str. 94.

834 Ibid., str. 25.-27.

glavnih fondova.⁸³⁵ Iako oba pristupa poticajno djeluju na integraciju europskog tržišta investicijskih fondova, primjećeno je kako *master feeder* strukture, iako su manje elastične, postižu (u usporedbi s *entity poolingom* u širem smislu) bolji učinak ekonomije razmjera,⁸³⁶ a pritom su manje izraženi zahtjevi obavještanja ulagatelja. Zbog njihove dosadašnje češće uporabe u državama članicama,⁸³⁷ znatno je manje izražen problem nadzora, i regulatora, i depozitara i revizora fonda. Prema tome, iako su manje fleksibilne u odnosu na zahtjeve tržišta, smatra se da su *master feeder* strukture ipak fleksibilne u dovoljnoj mjeri jer ulagateljima omogućuju pristup upravljačkim tehnikama koje ne postoje na domaćem tržištu.⁸³⁸ Time dolazi do centralizacije investicijskog upravljanja u ruke jednog tima, bilo kroz istu financijsku grupu ili različite financijske grupe (tzv. *white labelling*).⁸³⁹

Zbog svega navedenog, UCITS IV Direktiva se pri stvaranju većih *poolova* imovine opredijelila za *master feeder* strukture, zabranjujući stvaranje *poolova* u širem smislu. Stoga fondu koji želi ulagati u drugi fond stoje na raspolaganju dvije mogućnosti. Prva opcija jest ulaganje u drugi fond do maksimalno 20% neto vrijednosti svoje imovine, a druga ulaganje minimalno 85% vrijednosti svoje imovine u drugi fond čime postaje napajajući fond, odnosno postaje dio *master feeder* strukture.

ZOIFJP regulira sve specifičnosti vezane uz *master feeder* strukture:⁸⁴⁰

- 835 To je onemogućeno i samom definicijom *master feedera* kojom je kao prag ulaganja postavljeno 85% neto imovine fonda.
- 836 Commission staff working document: Impact assessment of the Legislative Proposal amending the UCITS Directive, op. cit., str. 103.
- 837 Iako je UCITS III Direktiva postojećim pravilima o diversifikaciji portfelja zabranila *master feeder* strukture kod UCITS fondova, one su ipak mogle postojati kod fondova koji su nastali prema nacionalnom pravu država članica, a koji nisu tražili UCITS putovnicu (te stoga nisu niti morali udovoljavati uvjetima postavljenima u UCITS Direktivi).
- 838 Primjerice, nuđenje dva ista fonda, jedan u dolaru (*fund currency*), drugi u euru (*investor currency*) pri čemu bi napajajući fond moga koristiti *hedging* radi smanjenja valutnog rizika. Navedeni razlozi detaljnije su objašnjeni u Commission staff working document: Impact assessment of the Legislative Proposal amending the UCITS Directive, op. cit., str. 102.
- 839 *White labelling* općenito podrazumijeva da proizvođač stvara proizvod ili uslugu kojom se koriste društva koja taj proizvod / uslugu plasiraju na tržište pod vlastitim imenom. U kontekstu investicijskih fondova, jedno društvo za upravljanje koristi usluge iz drugog izvora (drugog društva za upravljanje) i primjenjuje ih na vlastiti investicijski fond, kojeg ulagateljima i predstavlja kao vlastiti *brand*. U tom slučaju ulagateljima ne bi bilo poznato tko je uistinu kreirao ulagateljsku politiku fonda. Pri tome oba društva za upravljanje imaju koristi – ono koje je kreira investicijsku politiku ne mora se brinuti oko plasiranja proizvoda na tržište jer to čini ono društvo za upravljanje koje se koristi njegovim uslugama.
- 840 *Master feeder* fondove regulira Glava VIII. UCITS IV Direktive te dio XII. ZOIFJP-a (čl. 279. – 314.). Pregledno o glavnim koracima implementacije odredbi UCITS IV Direktive o *master-feeder* fondovima vidi u: UCITS IV: How to adopt master-feeder

Definira pojam, odnos glavnog i napajajućeg fonda te odnos depozitara i revizora glavnog i napajajućeg fonda. Uz to, propisane su i posljedice koje određeni aspekti poslovanja glavnog fonda imaju na napajajući fond i to u pogledu privremene obustave otkupa udjela glavnog fonda, njegove likvidacije i statusnih promjena, kao i konverzije običnog fonda u napajajući. Također se vodi računa o zaštiti ulagatelja napajajućeg fonda.

6.2.1. Temeljna obilježja glavnog i napajajućeg fonda

Master feeder struktura podrazumijeva takav odnos **dvaju UCITS fondova** u kojem **napajajući** investicijski fond (*feeder fond*) **ulaže najmanje 85% svoje imovine u udjele drugog UCITS fonda**, koji se naziva **glavnim UCITS fondom** (*master fond*).

Glavni UCITS fond mora ispuniti tri uvjeta: među imateljima udjela mora imati barem jedan napajajući investicijski fond, ne smije sam biti napajajući UCITS fond te ne smije ulagati svoju imovinu u investicijski fond koji ga napaja (čl. 280. st. 1. ZOIFJP).⁸⁴¹

S obzirom na to da najmanje 85% svoje imovine **napajajući fond** mora ulagati u udjele/dionice drugog fonda, najviše 15% imovine fonda može ulagati u **izvedene financijske instrumente**⁸⁴² koje se mogu koristiti samo radi zaštite od rizika (*hedging*) ili u **likvidna sredstva** u skladu s čl. 249. st. 1. t. 3., 4., 6. i 8. ZOIFJP-a.⁸⁴³

structures?, <http://www.pwc.lu/en/ucits4/docs/pwc-flyer-master.pdf> (posjećeno 02. rujna 2013.). Tu se kratko navode implikacije koje će imati uvođenje *master-feeder* fondova na tržište kapitala država članica. Pa se tako primjerice navodi da će većini država članica ovakva struktura fondova biti u početku strana, jer ju do sada nisu imali, te će biti potrebno određeno vrijeme da se tržište prilagodi. To će se odnositi i na RH. Također, visoki zahtjevi o protoku informacija između master i feeder UCITS fondova mogli bi se pojaviti kao problem između fondova čiji dionici investicijskog trokuta ne pripadaju istoj financijskoj grupi, i to zbog toga što time čine dostupnim osjetljive podatke o poslovanju i ulagateljima. Javljaju se i mnoga druga pitanja poput oporezivanja, putovnice društva za upravljanje ako *master* i *feeder* imaju isto društvo za upravljanje, ali su osnovani u različitim državama članicama, kao i odnos između više društava za upravljanje u *master-feeder* strukturama i drugo.

841 Iz toga proizlazi da je sudjelovanje *master* fonda u piramidalnim strukturama isključeno, kao što je isključen i takav oblik povezanosti s *feeder* fondom koji bi se sastojao u držanju uzajamnih udjela.

842 U tom slučaju mora se udovoljiti uvjetima iz čl. 249. st. 1. t. 5. i čl. 250. st. 1. t. 13. ZOIFJP-a.

843 Čl. 293. st. 1. ZOIFJP. Nije jasno zbog čega su ispušteni uvršteni instrumenti tržišta novca kao dopustiva kategorija ulaganja (čl. 249. st. 1. t. 1. ZOIFJP). U prvom redu to su određeni depoziti, instrumenti tržišta novca kojima se ne trguje na uređenim tržištima (pod naznačenim uvjetima), novac na računima te čak i udjeli određenih UCITS fondova, pri čemu bi investicijska strategija tih fondova trebala pretežno biti usmjerena na ulaganje u instrumente tržišta novca (čl. 293. st. 2. ZOIFJP).

GLAVA IV.

DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE UCITS FONDOVIMA

1. Pojam i temeljna obilježja društva za upravljanje UCITS fondovima	191
2. Predmet poslovanja	193
3. Mogućnost delegacije poslova društva za upravljanje	196
4. Tvrtka i temeljni kapital	199
5. Odnosi povezanosti	201
5.1. Povezanost s depozitarom i poddepozitarom	202
5.2. Povezanost s investicijskim društvom, kreditnom institucijom i drugim subjektima nadzora HANFE	204
5.3. Uska povezanost i stjecanje kvalificiranih udjela u društvu za upravljanje	206
6. Uvjeti koje treba ispunjavati član društva	210
7. Organi društva za upravljanje	213
7.1. Posebnosti uređenja uprave društva	213
7.2. Posebnosti uređenja nadzornog odbora	217
8. Organizacijski zahtjevi	218
8.1. Opći organizacijski zahtjevi	218
8.2. Sustav upravljanja rizicima	219
8.3. Zahtjev usklađenosti s relevantnim propisima	220
8.4. Sustav interne revizije	240
8.5. Politike nagrađivanja	221
8.6. Izbjegavanje sukoba interesa	222
8.7. Postupanje s poslovnom dokumentacijom društva	223
8.8. Internetska stranica društva za upravljanje	224
9. Odobrenje za obavljanje djelatnosti	225
9.1. Izdavanje odobrenja	225
9.2. Prestanak važenja odobrenja	226
9.3. Oduzimanje odobrenja	227
9.4. Prijenos poslova na drugo društvo za upravljanje	229

10. Obveze u obavljanju djelatnosti	232
10.1. Načelo savjesnosti i poštenja te dužnost primjene pažnje dobrog stručnjaka	233
10.2. Načelo likvidnosti i solventnosti	235
10.3. Nastupanje u pravnom prometu	237
10.4. Obveze pri trgovanju udjelima	237
10.5. Dužnost suradnje s depozitarom i HANFOM	241
11. Posebnosti pri pružanju pomoćnih usluga	242
11.1. Usklađivanje s kapitalnim i organizacijskim zahtjevima	243
11.2. Usklađivanje uvjeta poslovanja i pravila poslovnog ponašanja	244
11.2.1. Razvrstavanje clijenata	244
11.2.2. Način pružanja pomoćnih usluga	245
11.3. Članstvo u Fondu za zaštitu ulagatelja	248
11.4. Primjena odredbi o nadzoru HANFE	249
12. Ograničenja i zabrane u poslovanju	249
12.1. Zabrana posredovanja u kupnji i prodaji vrijednosnih papira	250
12.2. Zabrana raspolaganja imovinom fonda za svoj račun / račun relevantnih osoba	250
12.3. Povrede dopustivog sastava portfelja fonda i prekoračenje ograničenja ulaganja	251
12.4. Zabrana preferiranja pojedinog fonda kojim upravlja i otuđivanja portfelja pod netržišnim uvjetima	252
12.5. Zabrana obvezivanja u odnosu na buduću imovinu fonda	252
12.6. Zabrana odobravanja ili uzimanja zajmova i jamčenja imovinom fonda	252
12.7. Zabrana stjecanja značajnog udjela u glasačkim pravima ili kapitalu pojedinog izdavatelja	253
13. Odgovornost društva za upravljanje	255
14. Rješavanje pritužbi i sporova s ulagateljima	258
15. Prekogranično pružanje usluga	259
15.1. Razvoj EU putovnice društva za upravljanje (UCITS III Direktiva)	259
15.2. EU putovnica prema UCITS IV Direktivi	262
15.3. Uređenje prekograničnog pružanja usluga u RH	265
15.3.1. Društvo za upravljanje sa sjedištem u RH koje pruža usluge u državi članici EU-a ili u trećoj državi	266

15.3.2. Društvo za upravljanje sa sjedištem u državi članici EU-a ili trećoj državi koje pruža usluge u RH	268
15.3.3. Posebna pravila za prekogranično trgovanje udjelima UCITS fondova	270
15.3.3.1. Trgovanje udjelima na području RH	270
15.3.3.2. Trgovanje udjelima iz RH u državi članici	272
15.3.3.3. Trgovanje udjelima iz RH u trećoj državi	272

GLAVA IV.

DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE UCITS FONDOVIMA

1. Pojam i temeljna obilježja društva za upravljanje UCITS fondovima

Društvo za upravljanje investicijskim fondovima (engl. *management company*, slov. *družba za upravljanje*, njem. *Kapitalverwaltungsgesellschaft*) je pravna osoba sa sjedištem u RH koja, na temelju odobrenja HANFE, obavlja djelatnost upravljanja investicijskim fondovima.⁸⁷³ Ono se osniva i posluje kao trgovačko društvo osnovano u pravnom obliku **društva s ograničenom odgovornošću ili dioničkog društva**, a može se osnovati i kao Europsko društvo – **Societas Europaea (SE)**. Predmet poslovanja društva za upravljanje je **osnivanje i upravljanje investicijskim fondovima**. Imovinom UCITS fonda društvo za upravljanje upravlja **u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela**.⁸⁷⁴ Društvo za upravljanje obavlja **osnovne i pomoćne djelatnosti** navedene u čl. 13. ZOIFJP-a. Slično se određuje pojam društava za upravljanje i u usporednom pravu.

U **slovenskom pravu** ZISDU-2 čl. 31. određuje da se društvo za upravljanje može osnovati u pravnom obliku dioničkog društva, europskog dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću a u čl. 33. se određuje da društvo za upravljanje može obavljati samo poslove upravljanja investicijskim fondovima, odnosno pružati uslugu individualnog upravljanja portfeljem i obavljati pomoćne poslove uz uvjet da istodobno upravlja i imovinom najmanje jednog fonda. Čl. 168. ZISDU-2 također određuje kako društvo za upravljanje u svoje ime i za račun fonda upravlja zasebnom imovinom fonda, tj. fondovima koji nemaju pravnu osobnost (*vzajamni i alternativni sklad*).

U **njemačkom pravu**, § 17 KAGB-a određuje pojam društva za upravljanje (*Kapitalverwaltungsgesellschaft*) kao njemačkih poduzeća čija je osnovna svrha upravljanje njemačkim investicijskim fondovima, EU investicijskim fondovima ili inozemnim AIF-ovima i upravljanje individualnim portfeljem. U § 1 st. 17. EU društva za upravljanje određuju se kao poduzeća sa sjedištem u drugoj državi članici EU-a ili državi potpisnici

873 Čl. 3. st. 1. t. 8. ZOIFJP. Uzevši u obzir kriterij sjedišta, čl. 3. st. 1. t. 9. i 10. ZOIFJP-a dodatno definiraju društvo za upravljanje iz druge države članice (pravna osoba sa sjedištem u državi članici koja, na temelju odobrenja nadležnog tijela druge države članice, obavlja djelatnost upravljanja investicijskim fondovima) te društvo za upravljanje iz treće države (pravna osoba sa sjedištem u trećoj državi koja, na temelju odobrenja nadležnog tijela treće države, obavlja istu djelatnost).

874 Vidi definiciju otvorenog investicijskog fonda u kojem je naznačen mandat društva za upravljanje (čl. 3. st. 1. t. 4. ZOIFJP).

Sporazuma o Europskom gospodarskom području koja ispunjavaju uvjete za društva za upravljanje sukladno Direktivi br. 2009/65/EZ ili Direktivi 2011/61/EU. Društvo za upravljanje može se osnovati u pravnom obliku dioničkog društva, društva s ograničenom odgovornošću ili komanditnog društva (§ 18 st. 1. KAGB).

Čl. 2. st. 1. t. b **UCITS IV Direktive**⁸⁷⁵ određuje društvo za upravljanje kao trgovačko društvo čiji je predmet poslovanja upravljanje fondovima bez pravne osobnosti (*common funds*) i/ili fondovima koji imaju pravnu osobnost (*investment company*), pri čemu se isti smatraju UCITS fondovima samo ako daju ulagatelju pravo na otkup dionica od društva za upravljanje.⁸⁷⁶ UCITS fondovi osnovani kao pravna osoba mogu i ne moraju imati društvo za upravljanje. Ako sami upravljaju fondom, uprava fonda / društva preuzima poslove upravljanja.⁸⁷⁷ Prema našem pravu otvoreni fond s javnom ponudom ne može imati pravnu osobnost i ne može funkcionirati bez društva za upravljanje.⁸⁷⁸

Zakonodavac uređuje niz čimbenika važnih za poslovanje društva za upravljanje, radi zaštite ulagatelja i postizanja solventnosti društva za upravljanje. Tako je određen minimalan iznos temeljnog kapitala i vlastitih sredstava koje društvo za upravljanje mora imati s obzirom na vrijednost imovine kojom upravlja. ZOIFJP uređuje unutarnje organizacijske aspekte društva za upravljanje, ali i odnose prema financijskim institucijama s kojima posluje u sklopu investicijskog posla. Radi zaštite interesa ulagatelja i sprječavanja sukoba interesa, ZOIFJP postavlja ograničenja kapitalne, organizacijske i personalne naravi kada je u pitanju povezanost društva za upravljanje s depozitarom, investicijskim društvom i drugim financijskim institucijama. Također postoje posebna ograničenja u pogledu uvjeta koje trebaju ispuniti osnivači društva za upravljanje, imatelji kvalificiranih udjela, ali i članovi uprave i nadzornog odbora.

Djelatnost upravljanja investicijskim fondom društvo za upravljanje može obavljati tek ako ispunjava sve navedene uvjete i to isključivo na temelju odobrenja dobivenog od HANFE. U određenim slučajevima to odobrenje može biti i oduzeto, a ZOIFJP navodi niz situacija u kojima ono prestaje važiti. Prestanak obavljanja djelatnosti društva za upravljanje ne povlači za sobom nužno i likvidaciju fondova kojima ono upravlja jer tada

875 Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) OJ L 302/3, 17. 11. 2009., 213-277.

876 Čl. 1. st. 2. t. b) UCITS IV Direktive. Stoga se fondovi koji imaju pravnu osobnost, a istovremeno daju pravo ulagateljima na svakodoban otkup njihovih udjela, najčešće osnivaju u obliku dioničkih društava s varijabilnim kapitalom (npr. luksemburški SICAV fond).

877 AIFM Direktiva također poznaje tu mogućnost za alternativne investicijske fondove te društva za upravljanje naziva vanjskim menadžerima, a upravljanje kroz upravu društva unutarnjim menadžmentom (čl. 5. AIFMD).

878 Ipak, ako pravo države članice ili treće države to dopušta, otvoreni investicijski fond može imati pravnu osobnost. U tom će se slučaju, odredbe ZOIFJP-a koje se odnose na društvo za upravljanje države članice ili treće države, primijeniti izravno na fond (čl. 3. st. 1. t. 4. i čl. 3. st. 2. ZOIFJP).

može doći do prijenosa poslovanja na drugo društvo za upravljanje. U nekim slučajevima taj je prijenos dobrovoljan, a u nekima prisilan.

Pri obavljanju djelatnosti upravljanja fondovima, društvo za upravljanje dužno je ispunjavati obveze propisane ZOIFJP-om (vezane uz vođenje poslova društva za upravljanje i upravljanje rizicima). Ako uz njih obavlja i poslove investicijskog savjetovanja i upravljanja portfeljem, mora ispuniti i obveze koje za njega proizlaze iz ZTK-a. ZOIFJP nadalje propisuje i određena ograničenja i zabrane u poslovanju društva za upravljanje te uređuje njegovu odgovornost prema imateljima udjela fonda. Posebno se, u kontekstu pristupanja RH Europskoj uniji, uređuje prekogranično pružanje usluga i ako se radi o društvu za upravljanje iz države članice (receptija UCITS III i IV Direktiva) i ako je riječ o društvu za upravljanje iz treće države članice.

2. Predmet poslovanja

Čl. 13. ZOIFJP-a izrijeком navodi djelatnosti koje čine predmet poslovanja društva za upravljanje te istovremeno zabranjuje obavljanje bilo koje druge djelatnosti izvan navedenih (čl. 15. st. 1. i 2. ZOIFJP). Te poslove mogu obavljati samo društva za upravljanje, ali ne i druge financijske institucije.⁸⁷⁹ U određivanju predmeta poslovanja društva za upravljanje, ZOIFJP razlikuje **osnovne i pomoćne djelatnosti**.

U **osnovne djelatnosti** društva za upravljanje ubrajaju se: osnivanje i upravljanje UCITS fondom te osnivanje i upravljanje AIF-om.⁸⁸⁰ Osnivanje i upravljanje UCITS fondom obuhvaća prema čl. 13. st. 2. t. 1. – 4. ZOIFJP-a: osnivanje UCITS fonda, upravljanje imovinom UCITS fonda, administrativne poslove⁸⁸¹ i trgovanje udjelima UCITS fonda.⁸⁸²

879 Osim domaćeg društva za upravljanje to mogu biti društva za upravljanje iz države članice EU, na temelju odobrenja svoje matične države članice i iz treće države odobrenjem HANFE, čl. 14. st. 1., 2. i 3. ZOIFJP-a. Iako investicijski fondovi, odnosno društva za upravljanje investicijskim fondovima imaju ulogu posrednika na tržištu kapitala, njihova je posrednička uloga različita od investicijskih društava, jer im je izričito zabranjeno obavljati djelatnost posredovanja u kupnji i prodaji financijskih instrumenata (čl. 96. t. 1. ZOIFJP).

880 AIF je definiran čl. 3. st. 1. t. 2. ZAIF-a, a UCITS fond u čl. 3. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a. O karakteristikama UCITS fonda vidi još u Glavi III. ove knjige.

881 U čl. 13. st. 3. ZOIFJP-a taksativno se navode administrativni poslovi. Tako se u njih ubrajaju pravne i računovodstvene usluge u vezi s upravljanjem UCITS fondom, za primanje i obrada upita klijenata te vrednovanje i utvrđivanje cijena udjela. Praćenje usklađenosti s propisima, isplatu prihoda ili dobiti, izdavanje i otkup udjela te namira ugovornih obveza također se ubrajaju u administrativne poslove, kao i vođenje poslovnih evidencija te (kada je to primjenjivo) vođenje registra imatelja udjela i objave i obavještanje ulagatelja.

882 ZIF nije poznavao pojam trgovanja udjelima, već je govorio o promidžbi fondova i prodaji udjela/dionica (čl. 23. st. 2. t. 3. ZIF). ZOIFJP u čl. 125. st. 1. uvodi "krovni

Trgovanje udjelima je pojam koji se odnosi na sve usluge i aktivnosti povezane s distribucijom udjela te aktivnosti povezane s oglašavanjem,⁸⁸³ obavještavanjem i nuđenjem udjela investicijskih fondova. **Pomoćne djelatnosti** čini cijeli niz poslova: upravljanje portfeljem prema odredbama ZTK-a,⁸⁸⁴ osnivanje i upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondom,⁸⁸⁵ poslovi investicijskog savjetovanja te pohrane i administriranja⁸⁸⁶ u vezi s udjelima u investicijskom fondu. Sve navedene pomoćne djelatnosti društvo za upravljanje može obavljati tek ako dobije odobrenje za obavljanje glavne djelatnosti (čl. 17. st. 1. ZOIFJP).

Čl. 16. st. 3. ZOIFJP-a izrijekom propisuje obvezu društva za upravljanje da se pri obavljanju poslova osnivanja i upravljanja dobrovoljnim mirovinskim fondom, uz odredbe ZOIFJP-a pridržava također i odredbi propisa koji uređuju osnivanje i poslovanje dobrovoljnih mirovinskih fondova. Isto vrijedi za alternativne investicijske fondove koji su uređeni ZAIF-om.⁸⁸⁷ Društvo za upravljanje koje obavlja djelatnosti upravljanja portfeljem na individualnoj i diskrecijskoj osnovi (na temelju ovlaštenja klijenta), investicijskog savjetovanja te pohrane i administriranja, dužno je poštovati odredbe ZTK-a.⁸⁸⁸

pojam” trgovanja udjelima kako bi preciznije uredio djelovanje društava za upravljanje koja na području RH namjeravaju samo trgovati udjelima, ali ne pružati i druge usluge. Takvim društvima za upravljanje nastoji se, zbog ograničene djelatnosti kojom se bave, pojednostaviti uvjete za prekogranično djelovanje. Vidi Dio VI., ZOIFJP-a.

- 883 Oglašavanje UCITS fondova obuhvaća sav promidžbeni sadržaj koji je, uz primjenu tiskanih ili elektroničkih medija, namijenjen ulagateljima ili potencijalnim ulagateljima u UCITS fondove, a čija je namjena pridobivanje novih uplata u UCITS fondovima (čl. 125. st. 2. ZOIFJP).
- 884 Radi postizanja ekonomije razmjera, još je UCITS III Direktiva o upravljanju menadžerima dopuštala obavljanje usluge upravljanja individualnim portfeljem, što je inače tipičan predmet poslovanja investicijskih društva (čl. 5. st. 1. t. 4. ZTK). Dobivanje odobrenja za upravljanje portfeljem, kod društva za upravljanje uvjetuje se dobivanjem odobrenja za djelatnost upravljanja investicijskim fondovima, čime se i potvrđuje pomoćni katakter te djelatnosti (čl. 17. st. 1. ZOIFJP). Jednako uređenje imao je i raniji čl. 23. st. 3. ZIF-a, samo što je koristio drugu terminologiju (poslovi upravljanja imovinom za račun nalagodavatelja - vlasnika portfelja).
- 885 Društva za upravljanje investicijskim fondovima tako postaju konkurenti društvima za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Ova je mogućnost uvedena je tek ZOIFJP-om, iako je postojala još u okviru UCITS III Direktive o upravljanju (čl. 5. st. 3. a.).
- 886 Usluge investicijskog savjetovanja, pohrane i administriranja također su tipične usluge investicijskih društva, ali i određenih kreditnih institucija (čl. 5. st. 1. t. 5. ZTK). Društva za upravljanje investicijskim fondovima mogu te djelatnosti obavljati samo ako postoji odobrenje za obavljanje glavne djelatnosti, ali i djelatnosti upravljanja individualnim portfeljem (čl. 17. st. 2. ZOIFJP). Tako je obavljanje investicijskog savjetovanja podređeno jednoj glavnoj i jednoj pomoćnoj djelatnosti društva za upravljanje.
- 887 Čl. 16. st. 1. ZOIFJP.
- 888 Tako čl. 16. st. 2. ZOIFJP. Posebno se naglašavaju propisi koji se odnose na visinu kapitala, organizacijske zahtjeve, uvjete poslovanja i zaštitu klijenata, postupanje s

Navedene poslove mogu obavljati samo društva za upravljanje koja za to dobiju **odobrenje HANFE**,⁸⁸⁹ odnosno ako se radi o društvu **iz države članice** (koje je u RH osnivalo podružnicu ili se koristi pravom na izravno obavljanje djelatnosti) odobrenje nadležnog tijela države sjedišta. Društvo za upravljanje **iz treće države** u RH može poslovati samo putem podružnice koja mora dobiti odobrenje za rad od HANFE. Odobrenje ovlašćuje na obavljanje samo onih djelatnosti koje su u njemu sadržane i koje su kao takve upisane u sudski registar.⁸⁹⁰ Poslove upravljanja investicijskim fondovima društvo za upravljanje može obavljati za investicijske fondove koji su pod nadzorom HANFE ili nadležnih tijela države članice, pri čemu se državom članicom smatra ne samo država članica EU-a, već i država potpisnica Ugovora o europskom gospodarskom prostoru.⁸⁹¹

Predmet poslovanja društava za upravljanje investicijskim fondovima slično se određuje u **slovenskom** (čl. 4. - 8. i 16. ZISDU-2)⁸⁹² i **njemačkom** pravu (§ 20 st. 1. i st. 2. KAGB),⁸⁹³ kao i **UCITS IV Direktivi**.⁸⁹⁴

nalogom klijenta i izvršavanje naloga, pravila poslovnog ponašanja prema klijentima kod pružanja ovih investicijskih usluga, te zaštitu ulagatelja i nadzor nad pružanjem investicijskih usluga.

889 Čl. 14. ZOIFJP-a. O uvjetima i postupku dobivanja odobrenja za rad društva za upravljanje vidi više još u Gavi IV., pod točkom 9. ove knjige. U slučaju obavljanja navedenih djelatnosti bez odobrenja HANFE, osoba se izlaže prekršajnoj odgovornosti (čl. 374. i 379. st. 1. t. 2. ZOIFJP-a).

890 Čl. 15. st. 1. ZOIFJP-a također određuje da se odobrenje daje za određenu vrstu fonda.

891 Čl. 15. st. 3. i čl. 3. st. 1. t. 27. ZOIFJP-a.

892 Društvo za upravljanje tako obavlja poslove upravljanja investicijskim fondovima (čl. 13. i 33. ZISDU-2) što prema čl. 102. ZISDU-2 uključuje: upravljanje imovinom fondova, obavljanje administrativnih poslova povezanih s poslovanjem investicijskog fonda te marketing udjela (poslovi povezani s distribucijom udjela od društva za upravljanje do ulagatelja; aktivnosti povezane s oglašavanjem, obavještanjem i prodajom udjela – čl. 27. ZISDU-2). Uz to, ono može obavljati i poslove individualnog upravljanja portfeljem, investicijskog savjetovanja te pohranu i administraciju u vezi s udjelima (čl. 159. ZISDU-2).

893 U njemačkom pravu, § 20 st. 1. KAGB-a određuje da društva za upravljanje investicijskim fondovima obavljaju poslove upravljanja investicijskim fondovima i druge sporedne poslove, uz prethodnu suglasnost Savezne agencije za nadzor financijskih usluga (BaFIN). U § 20 st. 1. KAGB-a određuju se ti sporedni poslovi. Društvo za upravljanje mora i svojim statutom, odnosno društvenim ugovorom odrediti koje sporedne poslove obavlja (§ 20 st. 5. KAGB).

894 Čl. 6. UCITS IV Direktive određuje da društvo za upravljanje može obavljati svoju gospodarsku djelatnost samo uz prethodnu suglasnost nadležnog regulatornog tijela države članice EU-a. Predmet poslovanja društva za upravljanje može biti samo upravljanje UCITS fondovima, no države članice mogu ovlastiti društva za upravljanje i za upravljanje individualnim portfeljem te obavljanje pomoćnih poslova (investicijsko savjetovanje, pohrana i obavljanje administrativnih poslova u vezi s udjelima u investicijskim fondovima). Poslovi upravljanja investicijskim fondovima navedeni su u Aneksu II UCITS IV Direktive. Društvo za upravljanje ne može biti ovlašteno samo za obavljanje ovih sporednih i pomoćnih poslova, već samo zajedno s poslovima upravljanja imovinom investicijskih fondova (čl. 6. st. 3. UCITS IV Direktive).

3. Mogućnost delegacije poslova društva za upravljanje

Radi povećanja učinkovitosti vođenja poslovanja, ZOIFJP pod određenim uvjetima dopušta društvu za upravljanje da obavljanje određenih poslova delegira trećoj osobi i to u znatno većoj mjeri no što je to činio ZIF.⁸⁹⁵ Tako ZOIFJP **dopušta delegaciju svih poslova društva za upravljanje trećim osobama**, no uvijek poštujući opće ograničenje da društvo za upravljanje ne smije delegirati poslove na treće osobe do te mjere da postane **društvo "poštanski sandučić"**.⁸⁹⁶ Također, radi sprječavanja potencijalnog sukoba interesa i zaštite ulagatelja, ZOIFJP uređuje da se depozitaru i osobama s kojima depozitar ima sklopljen ugovor o delegiranju poslova, kao i svim daljnjim poddepozitarima mogu delegirati samo administrativni poslovi, izuzev vrednovanja imovine i utvrđivanja cijene udjela.⁸⁹⁷

Ovo je rješenje uvedeno u hrvatsko zakonodavstvo kao rezultat implementacije UCITS IV Direktive, koja je ostavila to kao opciju državama članicama.⁸⁹⁸ Hrvatski zakonodavac nije bio dužan omogućiti delegaciju, ali se ipak odlučio za to rješenje. Slovenski zakonodavac također dopušta delegaciju.⁸⁹⁹ No, UCITS IV Direktiva sadrži niz odredbi koje su države članice dužne implementirati ako dopuste mogućnost delegacije poslova društva za upravljanje, što je preuzeto ZOIFJP-om. Kao glavni razlog omogućavanja delegacije poslova i u UCITS IV Direktivi i u ZOIFJP-u se navodi cilj povećanja učinkovitosti obavljanja tih poslova, te postojanje objektivnih razloga koje je društvo za upravljanje dužno navesti.⁹⁰⁰

Također, Pravilnik o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom⁹⁰¹ u čl. 6. određuje **osobe** na koje se mogu delegirati **poslovi upravljanja imovinom UCITS fonda ili upravljanja rizicima**. Radi se o drugim društvima za upravljanje UCITS fondovima, vanjskim upraviteljima AIF-a, investicijskim društvima i kreditnim institucijama s odobrenjem za upravljanje portfeljem u skladu s Direktivom o tržištima financijskim instrumentima⁹⁰² te osobama iz treće države koje imaju odobrenje za upravljanje imovinom i podliježu nadzoru prema odredbama mjerodavnog prava

895 U odnosu na ZIF, novi ZOIFJP uvodi znatne promjene u pogledu delegacije poslova. Prema ZIF-u delegacija upravljanja fondom na treće osobe nije bila moguća ni pod kojim uvjetima, a pod posebnim odobrenjem HANFE, dopuštala se delegacija samo, tzv. administrativnih poslova društva za upravljanje (čl. 24. st. 1. ZIF).

896 Čl. 64. st. 1. ZOIFJP; čl. 65. st. 1. t. f) ZOIFJP.

897 Čl. 64. st. 2. ZOIFJP.

898 Čl. 13. UCITS IV Direktive.

899 Čl. 128. i 130. ZISDU-2.

900 Čl. 59. st. 1. t. a., čl. 65. st. 1 t. a) ZOIFJP.

901 Pravilnik o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom, NN 100/13.

902 Direktiva 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata te o izmjeni direktiva Vijeća 85/611/EEZ i 93/6/EEZ i Direktive 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća te stavljanju izvan snage Direktive Vijeća 93/22/EEZ. U hrvatsko zakonodavstvo navedena je direktiva implementirana odredbama ZTK-a.

te države.⁹⁰³

Ugovor o delegiranju poslova društva za upravljanje mora biti u **pisanoj formi**, a mora ga odobriti HANFA,⁹⁰⁴ jer u suprotnom ne može stupiti na snagu. HANFA će odobriti delegaciju ako je društvo za upravljanje ispunilo sve **uvjete iz čl. 65. ZOIFJP-a**, od kojih su neki pozitivno, a neki negativno određeni. Stoga društvo za upravljanje uz zahtjev za dobivanje suglasnosti za delegiranje poslova mora podnijeti HANFI dokaz o ispunjenju zakonom predviđenih uvjeta.⁹⁰⁵

U krugu pozitivnih uvjeta bitno je da se delegacija provodi iz objektivnih razloga i isključivo radi povećanja učinkovitosti obavljanja tih poslova. Treća osoba treba biti kvalificirana i sposobna za obavljanje delegiranih poslova, imati dobar ugled, stručne kvalifikacije i odgovarajuće iskustvo te sve potrebne resurse za pravilno, kvalitetno i učinkovito obavljanje delegiranih poslova. Društvo za upravljanje treću osobu mora izabrati primjenom dužne pažnje te u svako doba učinkovito nadzirati obavljanje delegiranih poslova. **Nadzor nad delegatom** (glede delegiranih poslova) trajna je obveza društva za upravljanje.⁹⁰⁶ Upravo zato, kao jedan od uvjeta navodi se kako društvu za upravljanje mora biti omogućeno da u bilo kojem trenutku može trećoj osobi dati daljnju uputu, kako bi društvo za upravljanje stvarno vršilo svoju nadzornu ulogu nad osobom kojoj je delegirala poslove. Alternativno, zakonodavac daje mogućnost raskida ugovora o delegiranju poslova i to s trenutnim učinkom, kada je to u interesu ulagatelja.⁹⁰⁷ Također, **popis poslova koji su delegirani** na treću osobu i osoba na koju su oni delegirani mora biti naveden **u prospektu** investicijskog fonda i redovito

903 Također, čl. 6. st. 4. Pravilnika o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom propisuje kako se isti poslovi ne mogu delegirati niti poddelegirati na depozitara ili treću osobu na koju je depozitar delegirao svoje poslove, kao niti na bilo koji drugi subjekt čiji bi interesi mogli biti u sukobu s interesima UCITS fonda ili njegovih ulagatelja, osim ako je taj subjekt funkcionalno i hijerarhijski razdvojio navedene poslove od svojih ostalih poslova s kojima bi mogli biti u sukobu interesa. U posljednjem slučaju traži se da su mogući sukobi interesa primjereno prepoznati, da ih se prati, njima upravlja i objavljuje ulagateljima UCITS fonda.

904 Čl. 64. st. 3. i 4. ZOIFJP. Ne traži se istovremeno i odobrenje depozitara. Za usporedbu, slovensko zakonodavstvo zahtijeva ishodaenje prethodne suglasnost depozitara (čl. 131. st. 2. ZISDU-2) i obavještanje Agencije za tržište vrijednosnih papira (čl. 133. ZISDU-2), pri čemu se ne traži i njeno izdavanje odobrenja.

905 Dokumentaciju koju u tu svrhu društvo za upravljanje podnosi HANFI uređuje čl. 3. Pravilnika o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom.

906 Čl. 65. st. 1. t. e) ZOIFJP. Čl. 7. st. 2. Pravilnika o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom u tu svrhu propisuje kako je društvo za upravljanje obvezno najmanje jednom godišnje izraditi izvještaj o nadzoru nad trećim osobama na koje su delegirani poslovi društva za upravljanje, te ga na zahtjev dostaviti HANFI.

907 Čl. 65. st. 1. t. l. ZOIFJP. UCITS IV Direktiva ima jednaku odredbu o davanju uputa, kao i o mogućnosti raskida ugovora (čl. 13. st. 1. t. g) UCITS IV Direktive), što je ravnoteža činjenici da društvo za upravljanje odgovara ne samo za izbor, već i za rad osoba kojima je delegiralo određene poslove.

ažuriran na internetskoj stranici društva za upravljanje.⁹⁰⁸

Glede negativnih uvjeta⁹⁰⁹ društvo za upravljanje ne smije delegirati poslove na treće osobe do te mjere da se više ne može smatrati društvom koje upravlja fondovima ("poštanski sandučić"),⁹¹⁰ delegat ne smije biti osoba čiji interesi mogu biti u sukobu s interesima ulagatelja i investicijskog fonda.⁹¹¹ Delegiranjem se ne smije ni umanjiti učinkovitost nadzora nad društvom za upravljanje i investicijskim fondovima, niti ugroziti interese ulagatelja i investicijskog fonda. U krug negativnih uvjeta, ZOIFJP je smatramo, po uzoru na AIFM Direktivu, trebao izričito staviti zabranu delegacije poslova društva za upravljanje na osobu kojoj je i depozitar istovremeno prenio sve ili pojedine poslove iz svoje nadležnosti u odnosu na isti fond.⁹¹²

Društvo za upravljanje i dalje ostaje u potpunosti odgovorno za obavljanje delegiranih poslova. To je nomotehnički "klasificirano" kao uvjet delegacije, ali se zapravo radi o pravnoj posljedici delegacije, koja će djelovati neovisno o tomu stoji li takva klauzula u ugovoru između društva za upravljanje i njegova delegata.⁹¹³ Dakle, društvo za upravljanje je odgovorno **i za izbor i za rad osoba** kojima je delegiralo svoje poslove, a te se odgovornosti ne može osloboditi. Ako bi ugovor sadržavao odredbu koja bi bila protivna ovom prisilnom propisu takva bi odredba bila ništetna, a HANFA nikako ne bi smjela odobriti takvu delegaciju.

Velika novost ZOIFJP-a je da i delegat društva za upravljanje može dalje **delegirati te iste poslove poddelegatu**. Osim što poddelegat mora ispunjavati iste (pozitivne i negativne) uvjete kao i delegat, s poddelegacijom se mora suglasiti društvo za upravljanje. No, začuđuje da **zakonodavac ne zahtijeva da se s time suglasi HANFA**, bez čijeg odobrenja (prva) dele-

908 Čl. 65. st. 1. t. k) ZOIFJP. Što se tiče ulagatelja, smatra se da je dovoljan stupanj zaštite što HANFA odobrava delegaciju, a ulagatelji za tu "nebitnu" izmjenu prospekta mogu saznati ili tijekom redovitog ažuriranja prospekta, (tj. jednom godišnje) ili putem internetske stranice društva za upravljanje (čl. 60. st. 1. t. 9. i čl. 64. st. 4. ZOIFJP-a).

909 Čl. 65. st. 1. t. f), g), h), i) ZOIFJP.

910 Čl. 4. Pravilnika o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom nabraja situacije u kojima se društvo za upravljanje smatra "poštanskim sandučićem". Naime, radi se o slučajevima kada društvo za upravljanje ne može učinkovito kontrolirati i nadzirati obavljanje poslova koje delegira (kao i rizike povezane s takvim poslovima) ili kada ono ne može donositi odluke u ključnim područjima svoje djelatnosti (posebice u provedbi investicijske politike i investicijskih strategija). Jednaki rezultat jest ako društvo za upravljanje delegira obavljanje poslova upravljanja imovinom i upravljanja rizicima do te mjere da delegirani poslovi po svom opsegu značajno premašuju poslove koje obavlja samo društvo za upravljanje.

911 Čl. 5. st. 2. Pravilnika o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom određuje kriterije koji se uzimaju u obzir pri procjeni postoji li sukob interesa.

912 Isto je predviđeno u čl. 20. st. 2. AIFM Direktive.

913 Čl. 65 st. 1. t. j) ZOIFJP. To potvrđuje i odredba čl. 13. st. 2. UCITS IV Direktive, koja od uvjeta delegacije u st. 2. posebno izdvaja odredbu o odgovornosti društva za upravljanje u slučaju delegacije poslova.

gacija uopće ne može niti stupiti na snagu. Iako na prvi pogled izgleda da se radi o pogrešci, jer zakonodavac općenito upućuje da i za poddelegata vrijede isti uvjeti kao i za prvog delegata, odredba koja propisuje da se **HANFA samo obavještava o poddelegaciji**⁹¹⁴ prije nego što ista stupi na snagu, upućuje na **zaključak da se na delegaciju i poddelegaciju ne primjenjuje isti skup uvjeta**. Kako sa svakom daljnjom delegacijom mogućnost obavljanja neposrednog nadzora društva za upravljanje u odnosu na (pod)delegata slabi, postoji sve veća opasnost da društvo za upravljanje postane "poštanski sandučić". Stoga smatramo da je za poddelegaciju trebalo propisati ako ne strože, a onda barem iste uvjete koji vrijede za delegaciju.

U kontekstu ulagateljevog **prava na obavještenost**, zakonodavac je procijenio kako ulagatelj ima legitimni interes da bez odgode (*ad hoc*) sazna je li osoba koja upravlja fondom u koji je on uložio kapital delegirala funkciju upravljanja nekom drugom, odnosno je li ta druga osoba delegirala upravljanje nekom trećem.⁹¹⁵ Stoga je propisano kako je društvo za upravljanje dužno na svojim internetskim stranicama objaviti podatak o delegiranim i poddelegiranim poslovima, kao i identitet treće osobe. U slučaju delegacije ono je to dužno učiniti odmah po zaprimanju odobrenja HANFE, a u slučaju poddelegacije, odmah po stupanju na snagu ugovora o poddelegaciji.⁹¹⁶

Unatoč tome što je zakonodavac osigurao obaviještenost ulagatelja, povoljnije rješenje bilo bi da su podaci o trećoj osobi kojoj su delegirani poslovi i poddelegatu te poslovima koje obavljaju kvalificirani kao **bitne izmjene prospekta**. Naime, za takve izmjene potrebno je ishoditi odobrenje HANFE čime bi i za poddelegaciju bilo potrebno prethodno odobrenje HANFE.⁹¹⁷ Takvo bi rješenje više išlo u prilog zaštite ulagatelja.

4. Tvrtka i temeljni kapital

Kako bi se osigurala jasna prepoznatljivost društava za upravljanje investicijskim fondovima u pravnom prometu, zakonodavac propisuje da izraz "društvo za upravljanje UCITS fondovima" (čl. 12. st. 3. ZIFJP), odnosno

914 Čl. 65. st. 2. t. b) ZOIFJP. Na isti zaključak upućuje čl. 2. st. 1. t. 9. Pravilnika o delegiranju poslova društva za upravljanje UCITS fondom. Ako treća osoba poddelegira povjerene joj poslove izvan navedenih pravila izlaže se prekršajnoj odgovornosti i novčanoj kazni od 50.000,00 do 100.000,00 kn (čl. 379. st. 1. t. 3. ZOIFJP).

915 Taj bi podatak, mogao biti i jedna od okolnosti na kojoj će ulagatelj temeljiti svoju investicijsku odluku, bilo o ulasku ili o ostanku u fondu, odnosno o postavljanju zahtjeva za otkup udjela ili o prijenosu udjela na treću osobu.

916 Čl. 64. st. 5. ZOIFJP. Jednako je tako u čl. 60. propisano kako internetska stranica mora sadržavati popis delegiranih poslova s naznakom trećih osoba na koje su ti poslovi delegirani te naznaka o depozitaru i lancu podskrbnika.

917 Čl. 184. i 185. ZOIFJP.

je depozitara u tom prijelazom razdoblju **obustaviti upis i otkup udjela** investicijskog fonda. Kako za to vrijeme depozitar *de facto* obavlja funkciju koja je namijenjena društvu za upravljanje, propisano je da ima **pravo na naknadu** koja bi inače pripadala društvu za upravljanje i to u skladu s prospektom investicijskog fonda.¹⁰⁷⁶

Ako se u postupku prikupljanja ponuda potencijalnih društava preuzimatelja ne javi ni jedno društvo za upravljanje koje ispunjava uvjete za upravljanje investicijskim fondom, prisilni prijenos se ne može provesti. Isto se događa ako HANFA odbaci ili odbije zahtjev društva preuzimatelja za izdavanje suglasnosti za preuzimanje poslova upravljanja investicijskim fondom.¹⁰⁷⁷ Prema ZOIFJP-u tu se ubraja i kada društvo preuzimatelj u roku od 15 dana od sklapanja ugovora s depozitarom ne podnese zahtjev za izdavanje suglasnosti za preuzimanje poslova upravljanja investicijskim fondom. U svim navedenim situacijama depozitar će **umjesto prisilnog prijenosa poslova** upravljanja investicijskim fondom **provesti likvidaciju investicijskog fonda**.¹⁰⁷⁸

10. Obveze u obavljanju djelatnosti

Društvo za upravljanje s ulagateljima sklapa **ugovor o ulaganju** kojim ulagatelj stječe ne samo udjel, već i položaj suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini UCITS fonda. Tako nastaje **povjerenički odnos** društva za upravljanje i svakodobnog imatelja udjela u UCITS fondu.¹⁰⁷⁹ Prema čl. 88. st. 2. ZOIFJP-a ugovorom o ulaganju društvo za upravljanje obvezuje se izdati ulagatelju udjel, izvršiti upis istoga u registar udjela, otkupiti udjel od ulagatelja kada ulagatelj to zatraži te dalje ulagati ta sredstva i upravljati UCITS fondom za zajednički račun ulagatelja i poduzimati sve ostale pravne poslove i radnje potrebne za upravljanje UCITS fondom. Radnje se poduzimaju u skladu s odredbama ZOIFJP-a, prospekta i pravila UCITS fonda.

ZOIFJP u **čl. 48. i čl. 95.** posebno navodi **obveze društva za upravljanje pri obavljanju djelatnosti**. Prva je odredba usmjerena na članove uprave, nadzornog odbora i prokuriste društva za upravljanje, dok druga kao

¹⁰⁷⁶ Čl. 82. st. 3. i 4. ZOIFJP.

¹⁰⁷⁷ U toj situaciji alternativa mogao bi se ponovno provesti postupak prikupljanja ponuda, ali bi se tim rješenjem produžilo vrijeme u kojem depozitar *de facto* obnaša ulogu društva za upravljanje. Kako je zbog potrebe razdvajanja funkcija depozitara i društva za upravljanje to ionako problematično, to se koristi iznimno, uz težnju da takvo stanje traje što kraće. Zbog toga je ugovorni rok pri prisilnom prijenosu kraći u odnosu na rok pri dobrovoljnom prijenosu.

¹⁰⁷⁸ Čl. 84. ZOIFJP. O likvidaciji investicijskog fonda vidi još u Glavi III., pod točkom 4.5. ove knjige.

¹⁰⁷⁹ Čl. 88. ZOIFJP. O sklapanju ugovora o ulaganju i njegovim pravnim posljedicama vidi još u Glavi III., pod točkom 2.2. ove knjige.

adresata označuje društvo za upravljanje. Uz opću obvezu postupanja po načelu savjesnosti i poštenja, zahtijeva se postupanje pažnjom dobrog stručnjaka, a osim za svoje postupke, društvo za upravljanje odgovorno je i za osobe kojima je ono povjerilo obavljanje određenih poslova. Društvo za upravljanje treba poslovati u skladu s načelom likvidnosti i solventnosti te načelu odvojenosti imovine UCITS fonda od imovine društva za upravljanje. U pravnom prometu upravlja i raspolaže zasebnom imovinom UCITS fonda **u svoje ime, a za zajednički račun svih imatelja udjela**. Stoga se posebice naglašava obveza postupanja u najboljem interesu ulagatelja i fonda kojim upravlja. ZOIFJP također propisuje posebne obveze pri oglašavanju i nudi udjela investicijskih fondova te naglašava dužnost koordinacije s depozitarom i suradnje s HANFOM.¹⁰⁸⁰

10.1. Načelo savjesnosti i poštenja te dužnost primjene pažnje dobrog stručnjaka

U čl. 48. st. 1. t. 1. ZOIFJP-a propisana je obveza društva za upravljanje, odnosno članova njegove uprave i nadzornog odbora te prokurista da u obavljanju svojih djelatnosti, odnosno svojih dužnosti, postupaju savjesno i pošteno te u skladu s pravilima struke i najboljim interesima ulagatelja i UCITS fondovima kojima upravljaju, kao i da štiti integritet tržišta kapitala.¹⁰⁸¹ Bit povjereničkog odnosa naglašen je u dužnosti postupanja u najboljem interesu ulagatelja, koji su im povjerali svoju imovinu na upravljanje. Obveza postupanja u skladu s načelom savjesnosti i poštenja postoji kao opće načelo obveznog prava. Pravila struke su često korektiv, odnosno duh u kojem treba interpretirati ovo načelo. Njih svakako mora uzeti u obzir dobar stručnjak, a to je stupanj pažnje koji se zahtijeva od društva za upravljanje (čl. 48. st. 1. t. 2. ZOIFJP).

Pažnja dobrog stručnjaka podrazumijeva postupanje ne samo prema zakonu, prospektu i pravilima fonda, već i prema pravilima struke i običajima.¹⁰⁸² Suprotno ponašanje može rezultirati gubitkom odobrenja

1080 ZIF je posebno regulirao i obvezu čuvanja poslovne tajne, pitanje sukoba interesa te sustav upravljanja rizicima. ZOIFJP je obvezu čuvanja poslovne tajne (tj. tajnost podataka iz registra udjela) uredio čl. 103. ZOIFJP-a, dok su pitanja sukoba interesa i sustava upravljanja rizicima smještene u odredbe o organizacijskim uvjetima društva za upravljanje.

1081 Čl. 32. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društvo za upravljanje UCITS fondovima propisuje da društvo za upravljanje u postupanju prema ulagateljima mora biti nepristrano te ne smije pogodovati interesima jedne skupine ulagatelja u odnosu na interese bilo koje druge skupine ulagatelja. Društvo za upravljanje također obvezno usvojiti politike i postupke kojima se sprječavaju zlouporabe koje bi mogle utjecati na stabilnost i integritet tržišta.

1082 Vidi čl. 10. st. 2. ZOO-a. Čl. 33. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društvo za upravljanje UCITS fondovima definira postupanje s pažnjom dobrog stručnjaka. Između ostalog, navodi kako je društvo za upravljanje dužno osigurati posjedovanje

za rad društva za upravljanje.¹⁰⁸³ Navedena odredba jasno navodi kako se standard pažnje dobrog stručnjaka primjenjuje ne samo na članove uprave i nadzornog odbora, već i na prokuriste društva za upravljanje. Od navedenih se osoba traži da prioritet uvijek budu **interesi ulagatelja i fonda**, zbog čega društvo za upravljanje nikada svoje interese ili interese povezanih osoba ne smiju stavljati ispred interesa ulagatelja i investicijskog fonda te integriteta tržišta kapitala. Ta se obveza primjenjuje na prošireni krug adresata, odnosno i na **radnike društva za upravljanje** (čl. 48. st. 2. ZOIFJP).

Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za društvo za upravljanje UCITS fondovima regulira postizanje najboljeg ishoda za UCITS fond (*best execution*). Tako čl. 35. navodi elemente koje društvo za upravljanje treba uzeti u obzir kako bi, pri izvršenju odluka o trgovanju u ime fonda, postiglo najpovoljniji ishod za fond.¹⁰⁸⁴ Jednaki zahtjev postoji pri zadavanju naloga za trgovanje u ime UCITS fonda na izvršenje drugim osobama (čl. 36. Pravilnika). S obzirom na plaćanje i/ili primanje provizija i naknada fondu i društvu za upravljanje, definirane su situacije koje podrazumijevaju da društvo za upravljanje ne djeluje u najboljem interesu fonda.¹⁰⁸⁵ Pravilnik također određuje pravila postupanja sa zahtjevima za izdavanje i otkup udjela, odnosno izvještavanje o izvršenim zahtjevima za izdavanje i otkup udjela¹⁰⁸⁶ te opća načela u postupanju s nalogima.¹⁰⁸⁷

U pogledu mogućeg **sukoba interesa** koji može nastati pri obavljanju djelatnosti, propisano je da su ga društvo za upravljanje, njegovi članovi uprave i nadzornog odbora¹⁰⁸⁸ dužni izbjevati, no u situaciji kada ga se

-
- primjerene razine stručnosti i znanja o imovini u koju se ulažu sredstva UCITS fonda.
- 1083 Naime, ako HANFA ocijeni da se poslovanje društva za upravljanje ne vodi pažnjom dobrog stručnjaka i u skladu s dobrom poslovnom praksom, ona je ovlaštena oduzeti odobrenje za rad društvu za upravljanje (čl. 350. st. 1. t. 6. ZOIFJP-a).
- 1084 Ono treba voditi računa o cijeni, troškovima, brzini i vjerojatnosti izvršenja i namire, veličini i vrsti naloga te svim drugim okolnostima bitnim za izvršenje naloga, a važnost navedenih elemenata utvrđuje se s obzirom na ciljeve, strategiju ulaganja i rizike UCITS fonda navedene u prospektu ili pravilima UCITS fonda, karakteristike naloga, financijskog instrumenta na koji se nalog odnosi i mjesta trgovanja na kojima se nalog može izvršiti.
- 1085 Čl. 39. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društvo za upravljanje UCITS fondovima.
- 1086 Čl. 34. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društvo za upravljanje UCITS fondovima nalaže društvu za upravljanje da po izvršenju zahtjeva za izdavanje i otkup udjela, ulagatelju bez odgode u pisanom obliku ili na drugom odgovarajućem trajnom mediju dostavi obavijest o izvršenju zahtjeva. Ako je treća osoba uključena u proces izvršavanja zahtjeva za izdavanje i otkup udjela, rok za dostavu navedene obavijesti je prvi radni dan nakon zaprimanja obavijesti od treće osobe. Određen je i sadržaj obavijesti (čl. 34. st. 6. Pravilnika) te dodatni uvjeti koji se moraju ispuniti ako se ulagatelja obavještava putem elektroničke pošte ili internetske stranice (čl. 34. st. 3. i 4. Pravilnika).
- 1087 Čl. 37. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za društvo za upravljanje UCITS fondovima. Uz to su određeni uvjeti pridruživanja i alokacije naloga za trgovanje.
- 1088 Iako ta norma nije izričito usmjerena na radnike društva za upravljanje, sprječavanje negativnog utjecaja sukoba interesa svakako je ratio odredbe prema kojoj radnici društva za upravljanje ne smiju svoje interese staviti ispred interesa ulagatelja, fonda i integriteta tržišta kapitala (čl. 48. st. 2. ZOIFJP).

se ne može izbjeći, potrebno je u svakom slučaju osigurati da se prema investicijskim fondovima i portfeljima kojima društvo upravlja postupa pošteno. To podrazumijeva da se tim sukobom interesa upravlja, da ga se prati i objavljuje (čl. 48. st. 4. ZOIFJP).

U slučaju **delegacije** poslova trećim osobama, određeno je kako i za treće osobe vrijedi jednaki stupanj pažnje koji se traži od društva za upravljanje,¹⁰⁸⁹ no samo ako im je delegirana **djelatnost upravljanja investicijskim fondom**. U situaciji kada je društvo za upravljanje delegiralo određene poslove i dužnosti trećim osobama, uz obvezu njihova **kontinuiranog praćenja** društvo za upravljanje ostaje prema čl. 65. st. 1. j) ZOIFJP-a u potpunosti odgovorno za obavljanje delegiranih poslova.

10.2. Načelo likvidnosti i solventnosti

ZOIFJP teži financijskoj stabilnosti i društva za upravljanje, i fonda kojim ono upravlja. Stoga čl. 95. t. 1. ZOIFJP-a propisuje da društvo za upravljanje mora biti sposobno pravovremeno ispuniti svoje dospjele obveze (**načelo likvidnosti**), odnosno trajno sposobno ispunjavati sve svoje obveze (**načelo solventnosti**). Štoviše, ono treba **upravljati UCITS fondom tako** da taj fond bude likvidan i solventan (čl. 95. t. 2. ZOIFJP).

Isti cilj dosljedno provode i odredbe o sustavu upravljanja rizicima koji treba biti prilagođen različitom profilu rizičnosti investicijskih politika fondova (čl. 95. t. 8. ZOIFJP). Društvo za upravljanje također je dužno upravljati UCITS fondom u skladu s ograničenjima ulaganja i propisanom rizičnošću svakoga pojedinog investicijskog fonda.¹⁰⁹⁰ U slučaju da društvo za upravljanje obavlja poslove na način koji može pogoršati ili ugroziti njegovu likvidnost ili solventnost, odnosno likvidnost fondova kojima upravlja, HANFA ima ovlaštenje društvu za upravljanje **oduzeti odobrenje za rad**.¹⁰⁹¹

Unutar samog društva za upravljanje navedene su kompetencije podijeljene između jedinice za kontrolu, tzv. *middle office* (praćenje ograničenja ulaganja, zaštita portfelja, procjena rizika i uspješnosti)¹⁰⁹² i jedinice za potporu, tzv. *back office* (koja se prije zvala jedinica za namiru i računovodstveno praćenje transakcija).¹⁰⁹³ Dođe li u situaciju da ne

1089 U čl. 87. st. 3. ZOIFJP-a navodi se kako odredbe dijela III. ZIF-a (koje reguliraju odnos društva za upravljanje, fonda i ulagatelja) primjenjuju i na treće osobe na koje je delegirana djelatnost upravljanja investicijskim fondom.

1090 Čl. 95. st. 1. t. 8. i čl. 250. ZOIFJP-a. O dopustivom portfelju fonda, vidi još u Glavi III., pod točkom 5. ove knjige.

1091 Čl. 350. st. 1. t. 11. ZOIFJP.

1092 Prema čl. 2. st. 1. t. 7. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima društva za upravljanje UCITS fondovima, kontrolne funkcije su funkcije interne revizije, upravljanja rizicima i praćenja usklađenosti s relevantnim propisima.

1093 Prema čl. 3. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima društva za upravljanje UCITS fondovima društvo za upravljanje svoje poslove treba podijeliti u najmanje tri organizacijske jedinice: *front office* (operativnu jedinicu), *middle office* (jedinicu za kontrolu) i *back office* (jedinicu za potporu).

može ili da neće moći ispunjavati svoje obveze, za društvo će se steći uvjeti za otvaranje stečajnog postupka, a uprava društva za upravljanje morat će u zakonskom roku podnijeti prijedlog za otvaranje stečajnog postupka.¹⁰⁹⁴ U situaciji otvaranja stečajnog postupka nad društvom za upravljanje dolazi do prisilnog prijenosa poslova upravljanja investicijskim fondom.¹⁰⁹⁵ Time se pokušava spriječiti likvidacija fonda i osigurati njegov opstanak na način da njime upravlja drugo društvo za upravljanje. Kako je u razdoblju od otvaranja stečajnog postupka do nastupanja posljedica prijenosa depozitar dužan obavljati neodgodive poslove društva za upravljanje, tako je također zadužen za provođenje postupka prisilnog prijenosa i odabir društva preuzimatelja. Ipak, prisilni prijenos upravljanja ne mora uvijek završiti pozitivnim ishodom. U određenim je situacijama likvidacija fonda neizbježna i nju tada također provodi depozitar.¹⁰⁹⁶

Kao dodatni mehanizam zaštite fonda i ulagatelja, ZOIFJP sadrži **načelo odvojenosti imovine UCITS fonda** od imovine društva za upravljanje. Naime, imovina UCITS fonda ne pripada društvu za upravljanje te se drži i vodi odvojeno od imovine društva za upravljanje. Ona nije dio likvidacijske ili stečajne mase društva za upravljanje, niti može biti predmet ovrhe radi namirenja tražbine prema društvu za upravljanje (čl. 90. st. 1. ZOIFJP). Također, sve što društvo za upravljanje stekne na temelju prava koja pripadaju investicijskom fondu ili na temelju poslova koji se odnose na imovinu investicijskog fonda ili što osoba ovlaštena za upravljanje investicijskim fondom stekne kao kompenzaciju za pravo koje pripada investicijskom fondu, također pripada investicijskom fondu i čini zasebnu imovinu investicijskog fonda (čl. 90. st. 2. ZOIFJP). Investicijski fond ne odgovara za obveze društva za upravljanje te društvo za upravljanje ne može odobriti zajam, niti preuzeti jamstvo ili izdati garanciju za zajednički račun ulagatelja, odnosno investicijskog fonda.¹⁰⁹⁷ Imovina investicijskog fonda ne može biti založena ili na bilo koji način opterećena, prenesena ili ustupljena radi osiguranja tražbine, a sporazumi protivni ovoj odredbi ne proizvode pravne učinke prema ulagateljima (čl. 97. st. 2. ZOIFJP-a). Radi dosljednog provođenja načela odvojenosti imovine fonda zabranjeno je prebijati tražbine koje pripadaju imovini investicijskog fonda prema društvu

1094 U slučaju nelikvidnosti i insolventnosti društva za upravljanje, uprava društva za upravljanje mora u roku iz čl. 251. st. 2. ZTD-a, tj. bez odgađanja, a najkasnije tri tjedna po nastanku razloga kojega poseban zakon određuje kao razlog za pokretanje stečajnog postupka zatražiti otvaranje stečajnog postupka. Stečajni zakon zahtijeva predlaganje otvaranja stečajnog postupka najkasnije 61 dan od dana nastanka nelikvidnosti (čl. 4. st. 10. SZ-a), odnosno najkasnije dvadeset i jedan dan od nastanka nesposobnosti za plaćanje ili prezaduženosti (čl. 4. st. 11. SZ-a).

1095 Čl. 81. t. 2. ZOIFJP.

1096 Čl. 84. ZOIFJP. Postupak prisilnog prijenosa neće se moći provesti, npr. ako se na postupak prikupljanja ponuda ne javi ni jedno društvo za upravljanje koje ispunjava uvjete za upravljanje investicijskim fondom ili ako društvo preuzimatelj u roku od 15 dana od sklapanja ugovora s depozitarom ne podnese zahtjev za izdavanje suglasnosti za preuzimanje poslova upravljanja investicijskim fondom. Do jednakog ishoda može doći ako HANFA odbaci ili odbije zahtjev društva preuzimatelja za izdavanje suglasnosti za preuzimanje poslova upravljanja investicijskim fondom.

1097 Čl. 91. st. 1. i čl. 97. st. 1. t. 1. i 2. ZOIFJP.

za upravljanje, neovisno o tome jesu li tražbine prema društvu za upravljanje vezane uz upravljanje investicijskim fondom (čl. 97. st. 3. ZOIFJP). Posljedica je ništetnost takva prijeboja. Prema čl. 97. st. 4. ZOIFJP-a, ako investicijski fond stekne dionice koje nisu u cijelosti uplaćene, društvo za upravljanje odgovara vlastitom imovinom za uplatu preostalog dijela dionica.

10.3. Nastupanje u pravnom prometu

Kako bi se omogućila odijeljenost imovine društva za upravljanje i imovine investicijskih fondova, ZOIFJP propisuje da društvo za upravljanje **upravlja i raspoláže imovinom UCITS fonda u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja** (čl. 87. st. 1. ZOIFJP) te ju **stječe isključivo u svoje ime** i za račun UCITS fonda, odnosno imatelja udjela fonda kojim upravlja, pohranjujući je kod depozitara, u skladu s propisanim postupkom.¹⁰⁹⁸ U načelu, društvo trguje vrijednosnim papirima koji se nalaze u portfelju UCITS fonda putem banke ili investicijskog društva, jer je njemu prema čl. 96. t. 1. ZOIFJP-a zabranjeno obavljati djelatnosti posredovanja u kupnji i prodaji financijskih instrumenata.

Kako je društvo za upravljanje zaduženo za upravljanje imovinom fonda, ono **ne može** sklopiti pravni posao **koji bi izravno obvezivao ulagatelja**, stoga ulagatelji ne odgovaraju za obveze koje je društvo za upravljanje preuzelo u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja. Svi pravni poslovi tako poduzeti su **ništetni**, a ništetna je i svaka punomoć prema kojoj bi društvo za upravljanje zastupalo ulagatelje.¹⁰⁹⁹ Tražbine s naslova troškova i naknada nastalih u svezi sa zaključivanjem pravnih poslova za zajednički račun ulagatelja društvo za upravljanje može podmiriti isključivo iz imovine UCITS fonda, bez mogućnosti da za iste tereti ulagatelje izravno.

Pravo glasa iz dionica koje čine imovinu UCITS fonda društvo za upravljanje mora ostvarivati **samo, putem depozitara ili punomoćnika** kojem će društvo za upravljanje u tom slučaju izdati posebnu pisanu punomoć s jasnim uputama za glasovanje. Ipak, punomoć u tu svrhu **ne može se izdati ulagateljima**.¹¹⁰⁰

10.4. Obveze pri trgovanju udjelima

ZOIFJP posebno definira oglašavanje investicijskog fonda i nudenje udjela te određuje subjekte koji su ovlašteni za obavljanje te djelatnosti, kao i obveze koje pri tome moraju ispuniti.¹¹⁰¹ **Trgovanje** udjelima krovni

1098 Čl. 95. st. 1. t. 4. ZOIFJP.

1099 Čl. 91. st. 2. i 3. ZOIFJP.

1100 Čl. 92. ZOIFJP.

1101 Osnove postupanja pri trgovanju udjelima uredio je zakonodavac u čl. 125. - 128. ZOIFJP-a, a detaljnije u glavi 2. dijela VI. ZOIFJP-a.

je pojam za oglašavanje i nuđenje udjela, tj. "sve usluge i aktivnosti na bilo koji način povezane s distribucijom udjela investicijskih fondova od društva za upravljanje do ulagatelja" što uključuje i aktivnosti povezane s **oglašavanjem, obavještavanjem i nuđenjem udjela investicijskih fondova**.¹¹⁰² Općenito, pri trgovanju udjelima u RH treba postupati u skladu sa ZOIFJP-om, njegovim podzakonskim propisima te propisima koji uređuju zaštitu potrošača, sprječavanje pranja novca i financiranja terorizma.¹¹⁰³

Subjekti koji su ovlašteni provoditi **oglašavanje investicijskih fondova** su društva za upravljanje,¹¹⁰⁴ a u RH oglašavati se mogu samo investicijski fondovi čiji se udjeli prodaju u RH.¹¹⁰⁵ ZOIFJP navodi cijeli niz sadržaja koji se smatraju promidžbenima¹¹⁰⁶ te priopćenja koja se izuzimaju¹¹⁰⁷ od primjene uvjeta koje Zakon postavlja za oglašavanje. Prije

1102 Čl. 125. st. 1. ZOIFJP.

1103 Čl. 126. st. 1. ZOIFJP. Osim ZOIFJP-a, potrebno je uzeti u obzir propise o Zakonu o zaštiti potrošača - ZZP te Zakona o sprječavanju pranja novca i financiranja terorizma. ZZP sadrži posebne zaštitne propise za potrošače kod ugovora sklopljenih na daljinu. Radi se o davanju prethodne obavijesti u kojoj potrošač mora biti obaviješten o davatelju financijske usluge, samoj financijskoj usluzi koja je predmet ugovora drugim određenim pojedinostima ugovora te načinu rješavanja sporova (čl. 56.- 70. ZZP-a). Zbog obvezatne primjene propisa RH, HANFA je dužna temeljem čl. 126. st. 3. ZOIFJP-a na svojim internetskim stranicama na engleskom jeziku, na pregledan i razumljiv način objaviti zakonodavne i administrativne odredbe koje uređuju trgovanje udjela UCITS fondova osnovanih u državama članicama, na području RH, a koje izravno ne uređuje UCITS IV Direktiva.

1104 Čl. 146. st. 1. t. 1. - 4. ZOIFJP-a navodi kako se može raditi o društvima za upravljanje sa sjedištem u Republici Hrvatskoj ili u državi članici, odnosno kako oglašavanje može poduzimati podružnica društva za upravljanje iz treće države. Iako je djelatnost oglašavanja fondova primarno djelatnost društva za upravljanje, ZOIFJP ne postavlja nikakva ograničenja delegacije te aktivnosti nekoj trećoj osobi.

1105 Čl. 126. st. 2. ZOIFJP.

1106 Čl. 148. st. 1. t. 1. - 9. ZOIFJP-a sadrži neiscrpnu listu promidžbenih sadržaja. Ona obuhvaća brošure, oglase (u novinama, časopisima, na radiju i televiziji te internetskim stranicama), pošiljke slane običnom ili elektroničkom poštom, telefaksom ili na druge načine i telemarketing (uključuje i korištenje specijaliziranog pružatelja telemarketing usluga na temelju ugovora sklopljenog s društvom za upravljanje). Osim toga promidžbeni sadržaj su i svi dopisi, telefonski ili osobni razgovori, sredstva za unaprijeđenje nuđenja (koja prema svojim obilježjima čine financijsku promidžbu) te investicijske ili druge publikacije kojima se nude neosobne preporuke o nuđenju, držanju ili otkupu udjela. Tu su i prezentacije većem broju ljudi te druge metode ili sredstva promidžbe koje subjekti iz RH mogu pročitati, vidjeti ili primiti. Čl. 2. Pravilnika o promidžbi i ostalim informacijama za ulagatelje UCITS fonda (NN 100/13) navodi kako se radi o informacijama iz kojih nedvojbeno proizlazi namjera promidžbe.

1107 Prema čl. 153. t. 1. - 4. ZOIFJP-a određena priopćenja ne ulaze u polje primjene odredbi kojima se uređuje oglašavanje. To su priopćenja između društva za upravljanje i svake druge osobe koja ima dozvolu za obavljanje financijskih usluga i aktivnosti u RH. Jednako tako, to su kratke, isključivo činjenične objave na radiju,

15. Prekogranično pružanje usluga

15.1. Razvoj EU putovnice društva za upravljanje (UCITS III Direktiva)¹¹⁷⁷

Kako je cilj europskog prava regulacija koja će pospješiti stupanj integracije europskog tržišta kapitala, europski zakonodavac je putovnicom društva za upravljanje namjeravao olakšati prekogranično pružanje usluga društva za upravljanje iz jedne države članice u drugim državama članicama. Ta je ideja imala svoj postupan razvoj, a početna rješenja nisu odmah dovela do željenog cilja. Tek je s donošenjem UCTIS IV Direktive oživotvoren koncept EU putovnice.

Jedan od ciljeva i željenih učinaka putovnice jest povećanje konkurentnosti na tržištu. Sustav putovnice nedvojbeno smanjuje troškove prekograničnog djelovanja društva za upravljanje. Prosječan trošak po fondu pada kako rastu prihodi, što za velika društva za upravljanje znači da imaju veće uštede što većim brojem fondova upravljaju. Za srednja i mala društva za upravljanje EU putovnica također može biti poticajna jer ne moraju diljem EU-a ustanovljivati podružnice. Koristi bi trebale biti i za ulagatelje, s obzirom na to da su nacionalna nadležna tijela upućena na suradnju, čime se postiže **viša razina zaštite ulagatelja harmonizacijom prakse regulatora**.

Kako se nastoji postići jasna struktura funkcija u društvu za upravljanje moguće je upravljati fondovima diljem EU-a "iz jednog ureda". Ipak, pitanje kvalitete i načina nadzora spominje se i kao jedna od slabih točki EU putovnice. Kako su nadzorne ovlasti regulatora podijeljene (podjela ovlasti između države domicila fonda i države domicila društva za upravljanje) to dovodi u pitanje učinkovitost nadzora, osobito u kriznim okolnostima. Stoga i dalje postoje prepreke na putu ostvarenja istinske konkurentnosti društava za upravljanje na paneuropskom tržištu.

Kao politička prepreka često se pojavljuje porezna diskriminacija stranih investicijskih fondova.¹¹⁷⁸ Osim političkih, tu su i prirodne prepreke koje proizlaze iz navika ulagatelja u korištenju postojećih kanala distribucije financijskih proizvoda. Ulagatelji iz država

1177 Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document Accompanying the White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds Impact Assessment, COM (2006) 686 final, 15. 11. 2006., 1-116, str. 73, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/whitepaper/impact_assessment_en.pdf (posjet 01. rujna 2013.) (dalje u tekstu: White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds Impact Assessment). Definira putovnicu društva za upravljanje kao mogućnost fonda da imenuje društvo za upravljanje iz druge države članice, te mogućnost društva za upravljanje da osnuje fond u drugoj državi članici.

1178 Pregled slučajeva u kojima je Europska komisija pokrenula postupke protiv EU država članica zbog diskriminacije stranih investicijskih fondova vidi European Commission, Taxation and Customs Union, http://ec.europa.eu/taxation_customs/common/infringements/infringement_cases/bycountry/ (posjet 01. listopada 2013.).

članica koje imaju razvijeno tržište investicijskih fondova i sofisticirani pravni okvir (npr. Luksemburg i Irska), neće mijenjati svoje ulagateljske navike. Štoviše ti pravni sustavi utječu faktorom atrakcije na strana društva za upravljanje. Također je zamijećeno da društva za upravljanje prodaju, odnosno distribuciju udjela fondova kojima upravljaju najčešće povjeravaju trećim osobama (*outsourcing*), pri čemu najčešće biraju banke i osiguravajuća društva koje pripadaju istoj grupaciji, a rjeđe nezavisne financijske savjetnike (*IFA, Independent Financial Advisor*).¹¹⁷⁹

Direktiva koja je prethodila UCITS IV Direktivi (**UCITS III Direktiva o upravljanju**) određivala je u čl. 5. st. 1. kako odobrenje za rad dano društvu za upravljanje od njegove domicilne države vrijedi na području svih država članica.¹¹⁸⁰ Recital 7 sadržan u Preambuli iste Direktive dalje je navodio kako društvo za upravljanje iz jedne države članice treba nuditi usluge upravljanja portfeljem fonda (što se smatra njegovom glavnom djelatnošću) i u drugim državama članicama.

Isprva **ambiciozno zamišljena putovnica društva za upravljanje** (koja je podrazumijevala da fondom koji se nudi u jednoj državi članici može upravljati društvo koje ima svoje registrirano sjedište u drugoj državi članici) **u praksi nije zaživjela** - što zbog nedorečenosti odredaba UCITS III Direktive, što zbog nedostatka volje država članica da takav sustav implementiraju u svoje zakonodavstvo.

Prva prepreka tome bila je **određivanje države fonda** (*UCITS home member state*) kao **države u kojoj društvo za upravljanje ima sjedište**.¹¹⁸¹ Nadalje, kao oblik ostvarenja deklariranog prava prekograničnog djelovanja društva za upravljanje, UCITS III Direktiva je navodila njegovo ostvarenje putem **slobode poslovnog nastana** kao i putem **slobode pružanja usluga**. Stoga su se u čl. 6a i 6b postavljali uvjeti korištenja tih sloboda **osnivanjem podružnice ili neposrednim pružanjem usluga**. U oba slučaja (čl. 6a. 4. i 6b. 3.) detaljno je uređeno prekogranično djelovanje u pružanju usluga iz čl. 5. st. 3. UCITS-a III Direktive (individualno upravljanje portfeljem, poslovi investicijskog savjetovanja i skrbi nad vrijednosnim papirima), pri čemu je Direktiva očigledno propustila detaljnije urediti prekogranično pružanje usluge upravljanja portfeljem fonda, što je osnovna poslovna djelatnost društva za upravljanje.

Dok je prekogranično nuđenje udjela investicijskih fondova bilo pravilo, prekogranično pružanje usluga društava koja upravljaju fondovima u praksi je bio izuzetak. Samo su dvije države članice (Italija i Velika Britanija) u svome zakonodavstvu omogućile da domaći fondovi izaberu strano društvo za upravljanje.¹¹⁸² Neke države članice dopustile su

1179 White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds Impact Assessment, op. cit., str. 14. Banke, odnosno društva iste grupacije imaju interes prodati udjele investicijskih fondova svoje grupe.

1180 To je trebalo značiti da društvo za upravljanje ne mora u svakoj državi članici posebno ishoditi odobrenje za rad, već je dovoljno to učiniti u jednoj od država članica.

1181 Čl. 1a (5a) UCITS III Direktive o upravljanju.

1182 White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds Impact Assessment, op. cit., str. 74.

da se glavna usluga (upravljanje fondovima) delegira drugom društvu za upravljanje, ali samo ako je i to društvo unutar iste jurisdikcije (Švedska, Španjolska i Danska). Primjerice, Italija koja se opredijelila za maksimalistički koncept putovnice, propisivala je da dio radnji upravljanja imovinom mora ostati u rukama samog društva za upravljanje, kao što je to donošenje strateških odluka, posebno onih koje se tiču politike upravljanja rizicima.

Nemogućnost da nekim fondom upravlja društvo koje se nalazi izvan države članice u kojoj se nude udjeli fonda imala je u primjeni značajne posljedice. Financijske grupe koje se bave upravljanjem imovinom (*asset management groups*), morale su osnovati društva za upravljanje u svim državama članicama u kojima su njihovim udjelima željele trgovati. To je povećalo troškove obavljanja usluga, a u konačnici su se troškovi prevalili na ulagatelje. Prema nekim istraživanjima godišnji troškovi društva za upravljanje u nekoj od država članica iznosili su oko milijun eura, a osnivanje i održavanje jednog takvog društva u drugoj zemlji članici iznosi između 500.000,00 do 1.000.000,00 eura. Troškovi *outsourcinga* nisu mnogo manji.¹¹⁸³

U raspravama koje su se vodile o pitanju putovnice pred tadašnjim CESR-om,¹¹⁸⁴ zauzeto je stajalište da, očigledno, intencija EU zakonodavca nije bila da domaći fondovi imaju strana društva koja njima upravljaju, te da društvo za upravljanje mora biti pod istom jurisdikcijom kao i fond, a obavljanje glavne usluge (collective portfolio management) mora "ostati kod kuće".¹¹⁸⁵ Razlog zbog kojeg se prihvatilo ovo stajalište je očigledan. Kada bi fond bio podvrgnut jednoj jurisdikciji, a društvo koje njime upravlja drugoj, tada nadzorno tijelo države članice u kojoj se nalazi fond, i čiji se udjeli distribuiraju tuzemnim ulagateljima, ne bi imalo ovlasti pozvati na odgovornost društvo za upravljanje, propusti li ono izvršiti neku od svojih obveza u upravljanju fondom. Ovakvo, restriktivno poimanje putovnice, otvorilo je raspravu o tome jesu li uopće društva za upravljanje zainteresirana za taj okljaštreni oblik prekogranične aktivnosti.¹¹⁸⁶

Iako su takve odredbe dovodile u pitanje konzistentnost s navedenim Recitalom 7 UCITS III Direktive, ESMA je takvu ocjenu odbacila uz tvrdnju da se usluga upravljanja portfeljem fonda može prekogranično obavljati i putem **delegacije funkcija**.¹¹⁸⁷ Iako delegacija funkcija unosi element fleksibilnosti u poslovanje nekog društva za upravljanje, ipak putem delegacije dolazi i do neželjenog dupliranja resursa. Uostalom, prema čl. 5g UCITS III Direktive (što se nije promijenilo niti u čl. 13. UCITS IV Direktive) dopustivost i opseg delegacije funkcija društva za upravljanje

1183 White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds Impact Assessment, op. cit., str. 76.

1184 CESR guidelines for supervisors regarding transitional provisions of the amending UCITS Directives (2001/107/EC and 2001/108/EC), CESR/04-434b, February 2005, http://www.esma.europa.eu/system/files/04_434b.pdf (posjet 01. listopada 2013.).

1185 White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds Impact Assessment, op. cit., str. 74.

1186 Uvidom u broj zatraženih putovnica društava za upravljanje, utvrđeno je da je ukupno 167 putovnica zatraženo za obavljanje usluge upravljanja portfeljem (tzv. *individual portfolio management*) na teritoriju druge države članice dok je za druge usluge (savjetovanje i skrbništvo) zatraženo svega 17 putovnica. To je prema nekima dokaz da je koncept prekograničnog pružanja usluga društava za upravljanje promašio očekivanja.

1187 CESR guidelines for supervisors regarding transitional provisions of the amending UCITS Directives (2001/107/EC and 2001/108/EC), op. cit.

ocjenjuje se prema pravu države članice koja je domicilna država društva za upravljanje.

Usluga **promidžbe fondova uglavnom je bivala predmetom delegacije** i često se obavljala izvan domicilne zemlje. Upravljanje individualnim portfeljem kao razlog prekograničnog obavljanja usluga koristila su njemačka, austrijska, francuska pa čak i luksemburška društava za upravljanje.¹¹⁸⁸

15.2. EU putovnica prema UCITS IV Direktivi

U odnosu na UCITS III Direktivu, **UCITS IV Direktiva nadogradila je koncept europske putovnice društva za upravljanje**. Osim promijenjene definicije domicilne države fonda, dodane su i detaljnije odredbe o prekograničnom pružanju usluge upravljanja portfeljem fonda, i u odredbama o osnivanju podružnice, i u dijelu slobode pružanja (čl. 17. st. 3. i 18. st. 2. UCITS IV Direktive).¹¹⁸⁹ Također je riješeno pitanje nadzora nad društvom za upravljanje (čl. 19. UCITS IV Direktive).

Domicilna država fonda sada je **definirana** kao država u kojoj je fond dobio odobrenje za rad te se time odvaja od države društva za upravljanje (čl. 2 (e) UCITS IV Direktive). Ako društvo za upravljanje želi djelovati izvan vlastite domicilne države, može to učiniti osnivanjem podružnice¹¹⁹⁰ ili služeći se slobodom pružanja usluga (bez osnivanja podružnice). U oba slučaja državama članicama nije dopušteno zahtijevati da društva za upravljanje ispune i još neke dodatne uvjete da bi mogla djelovati na njihovom teritoriju (čl. 16 st. 2. UCITS IV Direktive).

Direktiva uređuje postupak osnivanja podružnice i uvjete za neposredno pružanje usluga. Pri tome se, radi veće jednostavnosti koristi **koncept notifikacije regulator-to-regulator**. Društvo za upravljanje koje namjerava poslovati izvan svoje domicilne države mora o toj namjeri izvijestiti i vlastitu domicilnu državu i državu fonda.¹¹⁹¹ **U slučaju osnivanja podružnice,**

1188 PricewaterhouseCoopers, Pan-European UCITS III Newsletter, Issue 15, August 2007, 1-6, str. 5, http://www.pwc.com/at/en/newsletter/ucits-news/pwc_ucits3_15.pdf (posjet 01. listopada 2013.).

1189 Još jedan dokaz da UCITS IV Direktiva dopušta da društvo za upravljanje iz jedne države članice osnuje i upravlja fondom u drugoj državi članici jest i čl. 20. koji propisuje potrebnu dokumentaciju koju društvo za upravljanje mora dostaviti nadležnim tijelima države fonda ako namjerava upravljati fondom iz druge države članice (radi se o pisanom ugovoru društva za upravljanje i depozitara te informacijama o delegiranim poslovima).

1190 Podružnica je u čl. 2. st. 1. t. g. definirana kao mjesto poslovanja (*place of business*) koja je dio društva za upravljanje, nema pravnu osobnost te obavlja usluge za koje je društvo za upravljanje ovlašteno.

1191 Ako se radi o osnivanju podružnice (čl. 17. UCITS IV Direktive) društvo mora obavijestiti svoju domicilnu državu o tome gdje ju namjerava osnovati, poslati opis planiranih poslovnih aktivnosti, navesti organizacijsku strukturu podružnice koja treba uključivati opis postupaka upravljanjem rizika te opis postupaka za rješavanje

nadzorno tijelo domicilne države društva za upravljanje proslijedit će obavijest o osnivanju podružnice s pripadajućom dokumentacijom nadzornom tijelu države članice gdje se podružnica namjerava osnovati, osim ako nema sumnji u ustrojstvo ili financijsku sposobnost društva za upravljanje.¹¹⁹² Pri korištenju putovnice **putem slobode pružanja usluga**, nadzorno tijelo domicilne države društva za upravljanje nema diskrecijsku ovlast da ne proslijedi obavijest o neposrednom obavljanju poslova u državama članicama.

U oba slučaja (osnivanje podružnice i neposredno obavljanje poslova) prema čl. 20. st. 3. UCITS IV Direktive, država fonda može **odbiti** zahtjev društva za upravljanje ako društvo nema odobrenje matične države za upravljanje određenom vrstom fonda ili ako društvo nije zahtjev potkrijepilo svom potrebnom dokumentacijom, **ali i ako društvo ne ispunjava uvjete određene u čl. 19. UCITS IV Direktive.**

Uvjeti iz čl. 19. UCITS IV Direktive su bitni jer ta odredba razgraničuje nadležnosti uključenih država članica u odnosu na uvjete koje mora ispuniti društvo za upravljanje. Tako UCITS IV Direktiva uređuje da su sva pitanja koja se odnose na organizaciju društva za upravljanje regulirana pravilima domicilne države društva za upravljanje koja u toj domeni i obavlja nadzor.¹¹⁹³ S druge strane, društvo za upravljanje se treba uskladiti s pravom države članice koja je domicilna država fonda u pitanjima koja se tiču osnivanja i funkcioniranja fonda, te je u tim pitanjima podvrgnuto i nadzoru iste države članice.¹¹⁹⁴ Tako društvo za upravljanje mora po određenim

pritužbi ulagatelja; sjedište društva za upravljanje u državi u kojoj namjerava pružati usluge (*host Member State*) te imena osoba odgovornih za upravljanje podružnicom. Ako društvo odluči poslovati bez osnivanja podružnice, tj. koristeći slobodu pružanja usluga, posljednje dvije informacije nisu potrebne. Osim obavijesti koju mora poslati svojoj matičnoj državi, društvo za upravljanje, mora o određenim pitanjima obavijestiti i državu fonda. Njoj mora dostaviti pisani ugovor s depozitarom i informacije o eventualnoj delegaciji poslova upravljanjem imovinom i administrativnim poslovima navedenim u Aneksu II UCITS IV Direktive.

1192 Uz dokumente zaprimljene od društva za upravljanje, domicilna država dužna je proslijediti potvrdu o izdanom odobrenju za rad (*attestation*), navesti usluge za koje je dano odobrenje te podatke o postojanju ikakvih ograničenja u pogledu određenih vrsta fondova kojima je društvo ovlašteno upravljati. Rok za prosljeđivanje obavijesti i pripadajuće dokumentacije jest 2 mjeseca od zaprimanja dokumentacije. Ako je riječ o ostvarenju putovnice putem slobode pružanja usluga, taj je rok mjesec dana.

1193 Pravila koja se odnose na delegaciju poslova, postupke upravljanja rizicima, i sukobom interesa, pravila o pažljivom i sigurnom poslovanju iz čl. 12. UCITS IV Direktive te dužnosti obavještanja društva za upravljanje.

1194 To su pitanja koja se odnose na: osnivanje i izdavanje odobrenja fondu, izdavanje i otkup udjela, ograničenja koja se tiču bilo kojeg oblika zaduživanja i povećanja dozvoljene izloženosti, pitanja koja se odnose na vrednovanje imovine fonda, odluke o uporabi dobiti (reinvestiranje ili isplata), obveze izvješćivanja koje fond ima (uključujući prospekt, ključne informacije za ulagatelje i periodična izvješća). Država fonda također regulira pravila koja se odnose na pravne odnose s imateljima

pitanjima udovoljiti uvjetima koje postavlja njegova matična država, dok se u drugim segmentima ravna prema pravilima države fonda.

Za društva za upravljanje koja **prekogranično namjeravaju samo trgovati udjelima** (a ne obavljati druge djelatnosti) u državama različitim od države osnivanja fonda, UCITS IV Direktiva predviđa, **tzv. putovnicu za trgovanje** (*cross border marketing passport*). Cilj je tih odredbi¹¹⁹⁵ olakšati distribuciju udjela UCITS fondova tako da se u što većoj mjeri uklone postojeće administrativne prepreke. Zato je državama članicama zabranjeno nametanje bilo kakvih dodatnih notifikacijskih uvjeta osim onih predviđenih Direktivom.¹¹⁹⁶ Radi se o postupku jednostavne notifikacije (*regulator-to-regulator*) koji podrazumijeva elektroničku komunikaciju među nadležnim tijelima¹¹⁹⁷ te omogućava fondu da započne s prodavanjem udjela u drugoj državi ne kasnije od 10 dana od predaje dokumentacije.¹¹⁹⁸

Prema UCITS IV Direktivi fond i fond menadžer (društvo koje njime upravlja) mogu obavljati gospodarsku djelatnost temeljem odobrenja za rad. **Fondu** ga izdaje država u kojoj je osnovan (*UCITS home Member State*) tek nakon što prethodno odobri pravila fonda te izbor depozitara i društva za upravljanje, dok odobrenje **društvu za upravljanje** izdaje država njegova sjedišta. Osim iznosa temeljnog kapitala¹¹⁹⁹ i uvjeta koje trebaju ispunjavati osobe koje upravljaju društvom,¹²⁰⁰ **izdavanje odobrenja društvu za upravljanje** uvjetuje se i nekim okolnostima koje se tiču

udjela, pitanja koja se tiču spajanja i restrukturiranja fonda, stečaja i likvidacije fonda, sadržaja registra imatelja udjela te načina vršenja glasačkih i ostalih prava imatelja udjela.

1195 Čl. 91. - 96. UCITS IV Direktive.

1196 Čl. 91. st. 2. UCITS IV Direktive.

1197 Čl. 93. st. 5. UCITS IV Direktive obvezuje države članice da osiguraju elektronički prijenos i predaju dokumenata nadležnih tijela.

1198 Uz obavijest o namjeri trgovanja udjelima u drugoj državi članici, društvo za upravljanje dužno je priložiti pravila/statut fonda, prospekt i kada je to prikladno, posljednje godišnje izvješće te ključne informacije za ulagatelje. UCITS IV Direktiva u čl. 94. predviđa posebna pravila koja se tiču prijevoda, tj. jezika na kojem se dokumentacija treba dostaviti.

1199 Temeljni kapital društva za upravljanje ovisi o veličini vrijednosti fonda kojim upravlja. Prema čl.7(1)(a) UCITS IV Direktive društvo za upravljanje mora imati 125 000 eura temeljnog kapitala (odnosno 300 000 eura ako se radi o fondu pravnoj osobi). Ako vrijednost imovine fondova kojima društvo upravlja premašuje 250 milijuna eura, ono mora imati dodatna vlastita sredstva (0,02% od iznosa koji prelazi graničnu svotu 250.000 eura - do maksimuma 10 milijuna eura), no države mogu osloboditi društva za upravljanje od dužnosti pribavljanja 50% vlastitih sredstava ako je za njih dano jamstvo ili osiguranje od kreditne institucije ili osiguravajućeg društva. Uz to, društvo za upravljanje neovisno o navedenim odredbama, prema čl. 21. Direktive o minimalnom temeljnom kapitalu (2006/49EC) mora imati vlastita sredstva u visini od 25% fiksnih troškova iz prethodne poslovne godine.

1200 Fizičke osobe koje vode poslove društva za upravljanje moraju imati dobru reputaciju i iskustvo u odnosu na vrstu fonda kojim upravljaju, a nadzorno tijelo mora biti obaviješteno o identitetu tih osoba (čl. 7. st. 1. t. b UCITS IV Direktive).

osoba koje u društvu za upravljanje drže kvalificirane udjele,¹²⁰¹ programa aktivnosti te odabira sjedišta društva za upravljanje,¹²⁰² a važno je i da se nad društvom može obavljati učinkovit nadzor.¹²⁰³ Pored uvjeta za izdavanje odobrenja, UCITS IV Direktiva određuje i **operativne uvjete** koje društvo za upravljanje mora ispuniti.

Ako su ispunjeni svi navedeni uvjeti, nadležno tijelo matične države društva za upravljanje izdat će odobrenje za obavljanje djelatnosti društvu za upravljanje u roku od 6 mjeseci od predaje potpunog zahtjeva društva za upravljanje te nakon eventualno provedenih konzultacija s nadležnim tijelom druge države članice.¹²⁰⁴ Društvo za upravljanje nakon dobivanja odobrenja može odmah započeti s radom, a najkasnije to mora učiniti u roku od 12 mjeseci.

15.3. Uređenje prekograničnog pružanja usluga u RH

ZOIFJP posebno uređuje postupak i uvjete pod kojima društvo za upravljanje obavlja usluge izvan države svoga sjedišta, tj. uvjete za putovnicu društva za upravljanje. ZOIFJP razlikuje situacije u kojima se usluge pružaju u RH, državi članici ili u trećoj državi. Jednako tako, društvo za upravljanje iz države članice¹²⁰⁵ ili iz treće države¹²⁰⁶ može pod određenim

1201 Društvo je obvezno obavijestiti nadzorno tijelo o osobama koje u društvu (izravno ili neizravno) drže kvalificirane udjele, kao i o iznosima tih udjela, a izdavanje odobrenja može se uskratiti ako nadzorno tijelo nije uvjeren u prikladnost (*suitability*) tih osoba.

1202 Sjedište uprave društva i sjedište društva moraju biti u istoj državi članici, a uz zahtjev za izdavanje odobrenja društvo za upravljanje mora priložiti i program aktivnosti koji obuhvaća barem organizacijsku strukturu društva.

1203 Zbog toga nadzorno tijelo mora odbiti izdati odobrenje za obavljanje djelatnosti ako postoji sumnja da će tijesna povezanost društva za upravljanje s nekom pravnom ili fizičkom osobom onemogućiti učinkoviti nadzor nad društvom za upravljanje. Isto se načelo primjenjuje ako je društvo tijesno povezano s trećom osobom koja ima državljanstvo ili državnu pripadnost države nečlanice čiji propisi ili njihova otežana primjena dovode u pitanje učinkovitu provedbu nadzora nad društvom za upravljanje.

1204 Čl. 8. (3) UCITS IV Direktive propisuje obvezu provedbe konzultacija između nadzornih tijela odnosnih država članica ako je društvo za upravljanje koje traži odobrenje društvo kćerka, podružnica ili društvo pod kontrolom drugog društva za upravljanje, investicijskog društva, kreditne institucije ili osigurateljnog društva koje je odobrenje za rad dobilo u drugoj državi članici.

1205 Društvo za upravljanje iz druge države članice pravna je osoba sa sjedištem u državi članici koja, na temelju odobrenja nadležnog tijela druge države članice, obavlja djelatnost upravljanja investicijskim fondovima. Matična država članica društva za upravljanje je država članica u kojoj je registrirano sjedište društva za upravljanje. Država članica domaćin društva za upravljanje je država članica koja nije matična država članica, u kojoj društvo za upravljanje ima podružnicu ili u kojoj izravno pruža usluge (čl. 3. st. 1. t. 8., 9., 12. ZOIFJP).

1206 Društvo za upravljanje iz treće države pravna je osoba sa sjedištem u trećoj državi koja, na temelju odobrenja nadležnog tijela treće države, obavlja djelatnost upravljanja investicijskim fondovima (čl. 3. st. 1. t. 10. ZOIFJP).

uvjetima pružati usluge na teritoriju RH. Pri pružanju usluga, društvo za upravljanje nije obvezno ishoditi odobrenje za rad od nadležnih tijela svake države u kojoj namjerava poslovati, već može osnovati podružnicu ili se odlučiti za izravno pružanje usluga. Za fondove čijim se udjelima **samo trguje prekogranično**, predviđen je još jednostavniji i brži postupak notifikacije.

15.3.1. Društvo za upravljanje sa sjedištem u RH koje pruža usluge u državi članici EU-a ili u trećoj državi

Društvo za upravljanje sa sjedištem u RH, kojem je HANFA odobrila rad može, uz ispunjenje određenih uvjeta, osnovati i upravljati UCITS fondovima¹²⁰⁷ ne samo na području RH, već i na području države članice i/ili treće države. Ukoliko djeluje izvan RH, može poslovati putem podružnice¹²⁰⁸ ili izravnim pružanjem usluga. S obzirom na to koji oblik djelovanja odabere (podružnicu ili izravno djelovanje) te na kojem području djeluje (država članica ili treća država), ZOIFJP propisuje različite uvjete i postupak koji je potrebno proći da bi se omogućilo prekogranično djelovanje.

Prema rješenjima UCITS IV Direktive i ZOIFJP usvaja, tzv. *regulator-to-regulator* koncept notifikacije koji bi trebao ubrzati i olakšati administrativni postupak za prekogranično djelovanje.¹²⁰⁹ Tako je društvo za upravljanje sa sjedištem u RH koje svoju djelatnost želi obavljati **putem podružnice u drugoj državi članici** obvezno **obavijestiti HANFU** o svojoj namjeri te priložiti određenu dokumentaciju¹²¹⁰ koju HANFA u **roku**

1207 To se odnosi samo na osnivanje i upravljanje UCITS fondovima kojima može upravljati u RH (čl. 111. st. 2. ZOIFJP).

1208 Čl. 3. st. 1. t. 15. ZOIFJP-a definira podružnicu kao "dio društva za upravljanje koji nema pravnu osobnost i koji obavlja poslove pružanja usluga za koje je društvo za upravljanje dobilo odobrenje za rad."

1209 To je za društva za upravljanje jednostavnije jer se ne obraćaju nadzornom tijelu države domaćina (države u kojoj pruža usluge) već HANFI koja podnesenu dokumentaciju zajedno s potvrdom o odobrenju za rad prosljeđuje nadležnom tijelu države domaćina. Ipak, dođe li do promjene dostavljenih podataka u vezi s podružnicom ili pri izravnom pružanju usluga, društvo za upravljanje je dužno o toj promjeni obavijestiti oba regulatora: HANFU i nadzorno tijelo matične države članice (čl. 112. i čl. 113. st. 5. ZOIFJP).

1210 Čl. 112. ZOIFJP-a navodi kako se uz obavijest (o namjeri osnivanja podružnice) moraju priložiti određeni podaci vezani uz podružnicu (poslovni plan, opis i vrsta djelatnosti koju društvo za upravljanje namjerava obavljati kroz podružnicu, organizacijski ustroj podružnice te mjere za sprječavanje sukoba rizika i rješavanja pritužbi ulagatelja, kao i adresa podružnice i osobe koje će voditi njezino poslovanje). Ako društvo za upravljanje iskaže namjeru obavljanja djelatnosti upravljanja investicijskim fondovima, HANFA prilaže i potvrdu o izdavanju odobrenja za rad društvu za upravljanje, opseg djelatnosti za koje je odobrenje izdano te ograničenja u vrstama fondova kojima društvo može upravljati. U svakom slučaju HANFA također dostavlja detaljne podatke o sustavu zaštite ulagatelja u RH (čl. 113. st. 2. i 6. ZOIFJP).

od 60 dana dalje prosljeđuje nadležnim tijelima države domaćina. Iako nije točno naznačeno u kojem roku podružnica može započeti s radom, to sigurno ne može biti rok duži od dva mjeseca od zaprimanja dokumentacije nadležnih tijela države domaćina.¹²¹¹ Ipak, HANFA ima **diskrecijsku ovlast ne proslijediti obavijest** o osnivanju podružnice (domaćeg) društva za upravljanje u državi članici, ako uslijed podnesene dokumentacije ocijeni da društvo nema primjerenu «organizacijsku, tehničku ili kadrovsku strukturu ili primjerenu financijsku sposobnost za obavljanje planiranih djelatnosti».¹²¹² Društvo za upravljanje koje prekogranično djeluje putem podružnice dužno je postupati u skladu s relevantnim odredbama hrvatskoga prava koje se odnose na organizaciju društva za upravljanje.¹²¹³ Stoga se na UCITS fond koji društvo za upravljanje osnuje u državi članici domaćinu primjenjuju odredbe ZOIFJP-a, prospekt i pravila tog fonda.¹²¹⁴

Pri **izravnom obavljanju djelatnosti**, vrijedi isti sustav notifikacije koji se od prije opisanog razlikuje u sadržaju podataka koji se trebaju dostaviti¹²¹⁵ i vremenu unutar kojeg se može započeti s djelovanjem. Rok za prosljeđivanje dokumentacije je **30 dana** (od primitka obavijesti i potpune dokumentacije), a **HANFA nema mogućnost odbiti** proslijediti dokumentaciju. Primjena određenih pravila ZOIFJP-a na takva društva za upravljanje i fond koji takvo društvo za upravljanje osnuje u državi članici domaćinu jednaka je kao i kod osnivanja podružnice.¹²¹⁶

Dopusnica za obavljanje djelatnosti domaćeg društva za upravljanje u **trećim državama** se odvija u nešto drugačijem postupku. Iako domaće društvo za upravljanje također može birati hoće li obavljati svoju djelatnost

1211 Taj rok određuju nacionalni zakonodavci. Ipak, UCITS IV Direktiva navodi kako država članica u roku od 2 mjeseca od primanja dokumentacije mora pripremiti sve potrebno kako bi nadzirala društvo za upravljanje. Najkasnije istekom tog roka, podružnica može započeti s radom (čl. 17. st. 6. i 7. UCITS IV Direktive).

1212 Čl. 113. st. 3 ZOIFJP. U tom slučaju u roku od 60 dana od zaprimanja dokumentacije HANFA izdaje rješenje kojim se odbija dostavljanje obavijesti i dokumentacije (čl. 113. st. 4. ZOIFJP).

1213 Radi se o uvjetima za delegaciju poslova, upravljanja rizicima, pravilima nadzora i praćenja poslovanja, zahtjevima za izvještavanjem i ostalim zahtjevima u čl. 49. - 61. ZOIFJP (čl. 115. st. 1. ZOIFJP). UCITS IV Direktiva (čl. 17. st. 4. i 5.) navodi kako je društvo za upravljanje dužno pridržavati se određenih pravila ponašanja iz čl. 14. (djelovanje u najboljem interesu ulagatelja, fonda i integriteta tržišta, izbjegavanje sukoba interesa...) države domaćina. Također, u tom pogledu nadležna tijela države domaćina obavljaju nadzor nad društvom za upravljanje.

1214 Čl. 115. st. 3. i čl. 120. st. 3. ZOIFJP.

1215 To proizlazi iz prirode izravnog obavljanja djelatnosti. Nije potrebno dostaviti adresu podružnice niti podatke o osobama koje će voditi njezino poslovanje (čl. 114. st. 1. i 3. ZOIFJP). HANFI se dostavlja obavijest o namjeri izravnog obavljanja djelatnosti s naznakom na koju se državu članicu odnosi. Također se prilaže poslovni plan s opisom vrsta i opsega djelatnosti koje namjerava obavljati, mjera upravljanja rizicima i postupak za zaprimanje i rješavanje pritužbi ulagatelja.

1216 Čl. 115. st. 1. ZOIFJP.

neposredno ili putem podružnice,¹²¹⁷ ono za to **mora dobiti odobrenje HANFE**. Odobrenje se neće izdati ako postoji vjerojatnost da bi obavljanje nadzora nad podružnicom bilo onemogućeno zbog propisa ili načina njihove provedbe u trećoj državi te u slučaju da ne postoje propisi o bonitetnom nadzoru istovjetni onima u EU.¹²¹⁸

15.3.2. Društvo za upravljanje sa sjedištem u državi članici EU-a ili trećoj državi koje pruža usluge u RH

Sličan postupak primjenjuje se i u situaciji ako društvo za upravljanje iz države članice želi pružati svoje usluge na teritoriju RH. Ono se ne obraća izravno HANFI, već nadležnom tijelu svoje države, a prekogranično djelovanje ostvaruje se na identične načine: putem podružnice i izravnim obavljanjem djelatnosti.

Preduvjet za osnivanje podružnice u RH jest da društvo za upravljanje ima odobrenje za upravljanje UCITS fondovima koje je izdano u svojoj domicilnoj državi (državi sjedišta) te da dostavi potrebnu dokumentaciju nadležnom tijelu svoje države sjedišta. Podružnica s radom može započeti 60 dana od kad je HANFA zaprimila obavijest i dokumentaciju od nadležnog tijela domicilne države društva za upravljanje. Ako je riječ o izravnom obavljanju djelatnosti, društvo za upravljanje može započeti s radom čim HANFA zaprimi potrebnu dokumentaciju.¹²¹⁹

Opseg djelatnosti koje društvo za upravljanje iz države članice može obavljati u RH jednak je onom koje obavlja društvo za upravljanje sa sjedištem u RH (iz čl. 13. ZOIFJP-a). Kako su putovnica društva za upravljanje i investicijskog fonda neovisne jedna o drugoj, društvo za upravljanje iz države članice može upravljati fondom koji je svoju putovnicu dobio u državi članici, ali i u RH ili biti njegovim osnivačem.¹²²⁰ Ipak, HANFA će odbiti zahtjev društva za upravljanje države članice za osnivanje ili upravljanje UCITS fondom sa sjedištem u RH ako društvo za upravljanje nije dostavilo potrebnu dokumentaciju ili ako temeljem odobrenja za rad dobivenog od države sjedišta proizlazi da nije ovlašteno upravljati

1217 ZIF je u čl. 36. st. 1. određivao kako društvo za upravljanje djelatnosti može obavljati u trećoj državi jedino putem podružnice. Također je bilo potrebno ishoditi prethodno odobrenje HANFE koja je imala diskrecijsko pravo odbiti to odobrenje «ukoliko je vjerojatno da bi provođenje nadzora nad društvom za upravljanje bilo otežano u značajnijoj mjeri» (čl. 36. st. 4. ZIF). U pogledu nadzornih ovlasti, HANFA je bila nadležna za nadzor domaćeg društva u državi članici, a nadzorno tijelo države članice u pogledu podružnica stranih društava u RH (čl. 35. i 43. ZIF).

1218 Čl. 117. st. 3. t. 2. ZOIFJP.

1219 Čl. 118. st. 1. i čl. 119. ZOIFJP.

1220 Moguć je slučaj da se s domaćeg društva za upravljanje (koje je bilo ujedno osnivač UCITS fonda u RH) prenese upravljanje fondom na društvo iz države članice zbog otvaranja stečajnog postupka ili likvidacije.

GLAVA V.

DEPOZITAR

1. Pojam i uloga depozitara	277
2. Uvjeti koje mora ispunjavati depozitar	278
3. Pravni položaj depozitara u investicijskom trokutu	283
4. Obveze i ovlasti depozitara	286
4.1. Opća načela o načinu postupanja pri izvršavanju obveza	286
4.2. Obveze u svezi s pohranom zasebne imovine UCITS fonda	287
4.3. Obveze u svezi s odjeljivanjem zasebne imovine UCITS fonda	292
4.4. Nadzorne ovlasti depozitara u odnosu na društvo za upravljanje	294
4.4.1. Ovlasti depozitara povezane s udjelima i osiguranje zakonitog korištenja prihoda / zaračunavanja troškova UCITS fondu	297
4.4.2. Ovlašt kontrole poštuju li se investicijski ciljevi i ograničenja ulaganja	297
4.4.3. Ovlasti vezane uz izračun neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijenu udjela	298
4.5. Servisno-tehničke ovlasti (sa ili bez nadzornih ovlasti)	299
4.6. Dužnosti vezane uz pristup (i razmjenu) podataka	301
4.7. Dužnost izvještavanja i prijave nepravilnosti ili kršenja propisa	301
5. Delegacija poslova pohrane poddepozitaru	302
5.1. Uvjeti koje mora ispuniti poddepozitar	302
5.2. Daljnja delegacija poslova (pohrane) trećoj osobi	305
5.3. Obveze depozitara po izvršenoj delegaciji	307
5.3.1. Dostava podataka HANFI i društvu za upravljanje	307
5.3.2. Dužnost kontinuiranog nadzora nad poddepozitarom	308
5.3.3. Objava promjene u prospektu i u ključnim informacijama za ulagatelje	311

6. Promjena depozitara	312
6.1. Promjene depozitara do kojih dolazi temeljem upravnih akata HANFE	312
6.1.1. Oduzimanje suglasnosti HANFE na izbor depozitara	312
6.1.2. Nalaganje društvu za upravljanje da promjeni depozitara	313
6.2. Promjene depozitara voljom ugovornih strana	314
6.2.1. Prestanak obavljanja poslova depozitara voljom depozitara	314
6.2.2. Prestanak obavljanja poslova depozitara voljom društva za upravljanje	316
7. Odgovornost depozitara	317
7.1. Uređenje odgovornosti i odnos prema legislativnim uzorima	317
7.2. Osnova odgovornosti depozitara	319
7.2.1. Prekršajna odgovornost depozitara	319
7.2.2. Građanskopravna odgovornost depozitara	320
7.3. Utjecaj vrste imovine i načina njezine pohrane na odgovornost depozitara	323
7.3.1. Objektivna odgovornost depozitara i ekskulpacijski razlozi	323
7.3.2. Subjektivna odgovornost depozitara	328
7.4. Posebno o odgovornosti depozitara u slučaju delegacije	329
7.5. Procesnopravni položaj ulagatelja prema depozitaru	333
7.5.1. Pravo na izravno podnošenje tužbe za naknadu štete ulagatelja prema depozitaru	334
7.5.2. Supsidijarnost prava ulagatelja na izravno podnošenje tužbe za naknadu štete prema depozitaru	335
7.5.3. Tužba radi naknade kolektivne ili individualne štete?	336
7.5.4. Pravna narav suparničarstva između ulagatelja	339
7.5.5. Dodatne pretpostavke utuženja i supstanciranje tužbe	341
8. Utjecaj financijskog skandala	
Madoff na uređenje odgovornosti depozitara	344
8.1. Madoffov <i>modus operandi</i> i UCITS fondovi	345
8.2. Nemogućnost namirenja EU ulagatelja pred sudovima SAD-a	348
8.3. Parnični postupci pred sudovima država članica EU-a	351
8.3.1. Parnice pred luksemburškim sudovima	352
8.3.2. Parnice pred francuskim sudovima	355
8.3.3. Parnice pred sudovima drugih država članica	357

GLAVA V.

DEPOZITAR

1. Pojam i uloga depozitara

Poslovanje investicijskih fondova obilježava postojanje pravnih odnosa između tri različita pravna subjekta: ulagatelja kao imatelja udjela u fondu, društva za upravljanje i depozitara (tzv. investicijski trokut). Depozitar je subjekt kojem se imovina investicijskog fonda povjerava na pohranu.¹²³⁹ Kako svaki UCITS fond mora imati depozitara, ZOIFJP određuje tko sve može obavljati tu ulogu te koji je pravni položaj depozitara u odnosu na ostale subjekte investicijskog trokuta. Naime, iako depozitar ulazi u ugovorni odnos s društvom za upravljanje, njegova je obveza djelovati u skladu s interesima ulagatelja fonda. Upravo zato, njegove se dužnosti razlikuju od onih koje ima društvo za upravljanje, pa on tako pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda, vodi račune za imovinu fonda i odjeljuje imovinu svakog pojedinog UCITS fonda od vlastite imovine, imovine društva koje tim fondom upravlja te od imovine ostalih UCITS fondova. Uz to, on nadzire zakonitost radnji koje poduzima društvo za upravljanje pri upravljanju UCITS fondom. Kako politika ulaganja fonda često za sobom povlači i potrebu delegiranja dužnosti depozitara, ZOIFJP posebno uređuje koji se poslovi mogu delegirati, kojim osobama, pod kojim uvjetima te koje su obveze depozitara pri izvršenoj delegaciji. Posebno se navode situacije u kojima zbog različitih razloga može doći do promjene osobe depozitara. U slučaju kršenja propisanih i ugovorenih obveza, otvara se pitanje odgovornosti depozitara, pri čemu se različito uređuje pitanje njegove odgovornosti zbog gubitka imovine koju drži u pohrani, od pitanja odgovornosti za obavljanje ostalih njegovih dužnosti. U tom se kontekstu postavlja pitanje tko ga može pozvati na odgovornost i pod kojim uvjetima, stoga procesnopravni aspekti ostvarivanja prava ulagatelja prema depozitaru, nisu ništa manje značajni.

¹²³⁹ Čl. 213. st. 1. ZOIFJP-a. ZOIFJP je raniji pojam depozitna banka, sadržan u ZIF-u zamijenio novim pojmom depozitar. I UCITS IV Direktiva u čl. 2. st. 1. t. a) koristi termin depozitar (engl. *depository*). U čl. 3. st. 1. t. 7. ZOIFJP-a depozitar je definiran kao "kreditna institucija ili podružnica kreditne institucije kojoj su povjerene dužnosti propisane odredbama čl. 215. ovog Zakona."

Iako ZOIFJP određuje kako svaki UCITS fond mora imati depozitara,¹²⁴⁰ nužno je naglasiti da u UCITS zakonodavstvu postoje iznimke koje se odnose na UCITS fondove koji imaju pravnu osobnost. Iznimke su sadržane u čl. 32. st. 4. - 6. UCITS IV Direktive.

Prvi izuzetak odnosi se na situaciju u kojoj matična država UCITS fonda koji je strukturiran kao pravna osoba dopusti da taj fond bude bez depozitara, ako se radi o UCITS fondu koji je osnovan na njezinom području i čiji su udjeli uvršteni i kojima se trguje isključivo na (jednoj ili više) burzi.¹²⁴¹ **U drugom slučaju** matična država članica EU-a može odlučiti da UCITS fondovi s pravnom osobnošću koji su osnovani na njezinom teritoriju i **trguju s najmanje 80% udjela na jednoj ili više burzi**, (pri čemu burze moraju biti naznačene u aktima inkorporacije/statutu) ne moraju imati depozitare u smislu UCITS IV Direktive, uz uvjet, da njihovi udjeli kotiraju na burzama u onim državama članicama EU-a u kojima se njima trguje i da sve transakcije koje UCITS fond može obaviti izvan tih burzi budu izvršene po tržišnim cijenama na burzi.¹²⁴² U statutu UCITS fonda s pravnom osobnošću mora biti navedena burza države trgovanja, po čijim će cijenama društvo izvršavati transakcije izvan organiziranog tržišta te države. Država članica EU-a može koristiti ovu mogućnost samo ako smatra da imatelji dionica u UCITS fondu s pravnom osobnošću imaju zaštitu koja je jednakovrijedna zaštiti imatelja udjela u otvorenim investicijskim fondovima, koji moraju imati depozitare u smislu UCITS IV Direktive.¹²⁴³

2. Uvjeti koje mora ispunjavati depozitar

U RH funkciju depozitara UCITS fondova mogu obavljati samo **kreditne institucije sa sjedištem u RH**¹²⁴⁴ i **podružnice kreditnih institucija države članice osnovane u RH**,¹²⁴⁵ te **podružnice kreditne institucije**

1240 Ugovor o obavljanju poslova depozitara sklopljen s depozitarom uvjet je za dobivanje odobrenja za poslovanje UCITS fonda (čl. 240. st. 2. ZOIFJP). O obvezi odabira depozitara govore i čl. 22. i 33. UCITS IV Direktive. Prema ranijem ZIF-u, fondovi rizičnog kapitala privatnom ponudom nisu morali imati depozitnu banku, no oni su izvan polja primjene ZOIFJP-a.

1241 Čl. 32. st. 4. UCITS IV Direktive.

1242 Čl. 32. st. 5. UCITS IV Direktive.

1243 Tako UCITS fondovi s pravnom osobnošću, a bez depozitara, moraju osobito (čl. 32. st. 5. ZOIFJP), a) ako nema zakonskih odredbi, u svojim temeljnim aktima navesti metode izračunavanja neto vrijednosti udjela; b) intervenirati na burzovnom tržištu ako burzovna cijena njihova udjela bude u otklonu većem od 5% neto vrijednosti udjela, c) utvrditi neto vrijednost udjela te izvještavati o toj vrijednosti nadležna tijela najmanje dvaput tjedno i objaviti tu vrijednost dvaput mjesečno. Najmanje dva puta mjesečno nezavisni revizor mora potvrditi da je izračun neto vrijednosti udjela obavljen u skladu sa zakonom i temeljnim aktima investicijskog društva. Pritom se revizor mora potvrditi da se imovina investicijskog društva ulaže u skladu sa zakonskim propisima i temeljnim aktima investicijskog društva (čl. 32. st. 5. UCITS IV Direktive), a države članice EU-a moraju izvjestiti Europsku Komisiju o investicijskim društvima koja koriste navedene izuzetke (čl. 32. st. 6. UCITS IV Direktive).

1244 Čl. 213. st. 2. t. 1. ZOIFJP.

1245 Čl. 213. st. 2. t. 2. ZOIFJP.

iz treće države osnovane u RH.¹²⁴⁶ U prvom i trećem slučaju kreditna institucija (odnosno podružnica kreditne institucije iz treće države) mora imati odobrenje HNB-a za obavljanje poslova pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenta, uključujući i poslove skrbništva i s tim povezane usluge, primjerice upravljanje novčanim sredstvima, odnosno instrumentima osiguranja. U drugom slučaju treba postojati isto takvo odobrenje nadležnog tijela države članice. Zakon o kreditnim institucijama (dalje u tekstu: ZOKI),¹²⁴⁷ kao zakon mjerodavan za kreditne institucije u osnovi određuje isto na razini svih usluga koje pružaju kreditne institucije. Omogućava da na hrvatskom tržištu djeluju i kreditne institucije sa sjedištem u državama članicama Europske unije ili u trećim državama, uz uvjet osnivanja podružnice u RH.¹²⁴⁸ ZOIFJP zahtijeva da depozitar mora biti spreman i sposoban ispuniti sve organizacijske zahtjeve i zakonom propisane uvjete potrebne za ispunjenje dužnosti depozitara,¹²⁴⁹ pored onih koje mora ispunjavati kao kreditna institucija prema ZOKI-ju. Kako depozitar može biti samo kreditna institucija, tu ulogu ne može obavljati društvo za upravljanje. Izričito je propisano da ista osoba **ne može djelovati istodobno kao depozitar i kao društvo za upravljanje**.¹²⁵⁰

Depozitarima nije dopušteno **prekogranično obavljanje djelatnosti** u EU bez pribavljanja **dodatnog odobrenja** nacionalnih regulatora u državama članicama, kao što je to slučaj s društvima za upravljanje.¹²⁵¹ Prednost EU putovnice ostvaruju samo fondovi i njihova društva za upravljanje.

UCITS IV Direktiva definira depozitara kao instituciju kojoj je povjerena na čuvanje imovina investicijskog fonda te obavljanje drugih poslova depozitara (čl. 2. st. 1. a) i čl. 22. UCITS IV). UCITS IV Direktiva zahtijeva da depozitar mora imati registrirano sjedište ili biti osnovan u matičnoj državi članici investicijskog fonda (čl. 23. st. 1. i čl. 33. UCITS IV Direktive). Kako društvo za upravljanje ima vlastitu putovnicu, odvojenu od one koju ima fond,¹²⁵² ne zahtijeva se da depozitar ima svoje registrirano sjedište ili bude osnovan

1246 Čl. 213. st. 2. t. 3. ZOIFJP.

1247 NN 117/08, 74/09, 153/09, 108/12, 54/13.

1248 ZOKI u čl. 56. određuje da bankovne usluge na području Republike Hrvatske može pružati: 1) kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj kojoj je Hrvatska narodna banka odobrila pružanje bankovnih usluga, 2) kreditna institucija države članice Europske unije ili države potpisnice Ugovora o Europskom gospodarskom prostoru koja u skladu sa ZOKI osnuje podružnicu na području Republike Hrvatske ili je ovlaštena neposredno pružati bankovne usluge na području Republike Hrvatske i 3) podružnica kreditne institucije iz treće države kojoj je Hrvatska narodna banka odobrila pružanje bankovnih usluga na području Republike Hrvatske.

1249 Čl. 213. st. 4. ZOIFJP.

1250 Čl. 213. st. 6. ZOIFJP, čl. 25. st. 1. UCITS IV Direktive. Više o razdvojenosti uloga društva za upravljanje i depozitara vidi još u Glavi IV., pod točkom 5. ove knjige.

1251 Temelj za to daje čl. 5. st. 3. UCITS IV Direktive. Odobrenje za rad društva za upravljanje daje nadležno tijelo države članice u kojoj je osnovan investicijski fond, na zahtjev društva za upravljanje sukladno čl. 20. UCITS IV Direktive.

1252 To u praksi znači da UCITS fondom osnovanim u jednoj državi članici može upravljati društvo za upravljanje osnovano u drugoj državi članici.

u istoj državi članici kao i društvo za upravljanje,¹²⁵³ već se njegovo sjedište veže za ono koje ima fond. Određeni predstavnici fondovske industrije prepoznali su tu okolnost kao ograničavajući faktor u prekograničnom poslovanju investicijskih fondova. Naglašavaju kako će uloga depozitara, pogotovo nakon prijedloga UCITS V Direktive biti u velikoj mjeri usklađena u državama članicama EU-a te da stoga nema prepreka da se uvede i putovnica depozitara, što bi značajno smanjilo troškove poslovanja. Stoga je Europska komisija pokrenula javne konzultacije o tom pitanju. Ako Komisija ocijeni da je posebna putovnica depozitara nužna, takvo bi se rješenje moglo naći u skorom prijedlogu UCITS VI Direktive.¹²⁵⁴

Iako ZOIFJP određuje kako depozitar može biti samo kreditna institucija, UCITS IV Direktiva sadrži nešto šire određenje institucija koje su podobne biti depozitarima (tzv. *eligible depositaries*). Depozitar mora biti institucija koja je podređena javnom nadzoru te treba pružiti odgovarajuća financijska i profesionalna jamstva da je sposoban učinkovito obavljati poslove depozitara i ispunjavati obveze koje uključuje ta funkcija (čl. 23. st. 2. UCITS IV Direktive). Kako je UCITS IV Direktiva ostavljala državama članicama da same određuju koje institucije ispunjavaju navedene uvjete za depozitara (čl. 23. st. 3.), ne čudi da su države članice imale različita rješenja.¹²⁵⁵ Stoga prijedlog UCITS V Direktive više ne daje takvu diskreciju državama članicama, već nalaže da ulogu depozitara mogu obnašati samo kreditne institucije i investicijska društva koja ispunjavaju zahtjeve za visinu temeljnog kapitala i podliježu regulatornom nadzoru.¹²⁵⁶

Depozitar alternativnog investicijskog fonda koji je domiciliran u EU, mora se nalaziti u istoj državi članici, kao i AIF.¹²⁵⁷ Ako se radi o AIF-u koji se nalazi izvan EU, tada se depozitar mora nalaziti u državi gdje je fond osnovan ili u domicilnoj državi menadžera koji upravlja tim fondom. Ako menadžer imenuje depozitara u trećoj državi postoje dodatni uvjeti koje taj depozitar mora ispuniti, a koji su propisani čl. 21. st. 6. AIFM Direktive.¹²⁵⁸

1253 Isto proizlazi iz čl. 23. st. 5. i čl. 33. st. 5. UCITS IV Direktive koji ako su društvo za upravljanje i fond iz različitih država članica, zahtijeva da depozitar sklopi s društvom za upravljanje ugovor koji bi regulirao protok informacija između ta dva subjekta, kako bi se depozitaru omogućilo izvršavanje njegovih dužnosti.

1254 European Commission, Consultation Document, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments, 26. 7. 2012., http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/ucits/ucits_consultation_en.pdf (posjet 25. srpnja 2013.).

1255 17 država članica zahtijevalo je da se mora raditi isključivo o kreditnim institucijama, dok je 12 od njih nalagalo posebne uvjete koje se tiču temeljnog kapitala ako kreditna institucija obavlja poslove skrbništva ili druge povezane poslove depozitara UCITS fonda. U okviru ostalih država članica koje ne traže da se radi o kreditnim institucijama, samo su 3 države imale slične kapitalne uvjete. Takvo je stanje stvaralo određenu razinu pravne nesigurnosti te nejednaku razinu zaštite ulagatelja u UCITS fondove. Vidi Prijedlog UCITS V Direktive, Explanatory Memorandum, str. 4. i 5.

1256 Čl. 23. st. 2. Prijedloga UCITS V Direktive.

1257 Čl. 21. st. 5. AIFM Direktive.

1258 Ukratko, mora se raditi o subjektima koji su pod nadzorom, koji udovoljavaju zahtjevima temeljnog kapitala; država gdje je depozitar osnovan ne smije biti na listi nekooperativnih zemalja koje je Financial Action Task Force imenovao za pranje novca i financiranje terorizma. Nadalje, država članice EU-a u kojima se dionice ili udjeli AIF-ova namjeravaju nuditi, ili ako se nude izvan domicilne države menadžera fonda, moraju sklopiti ugovor s trećom državom koji je usklađen s čl. 26 OECD Model Tax Convention i osigurava učinkovitu razmjenu informacija u poreznim

U slovenskom pravu. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (dalje u tekstu: ZISDU-2) u čl. 175. st. 1. određuje da skrbnik imovine investicijskog fonda može biti *skrbnička banka*¹²⁵⁹ sa sjedištem u Republici Sloveniji ili podružnica banke države članice EU, osnovana u Republici Sloveniji u skladu sa Zakonom o bančništvu,¹²⁶⁰ koja je dobila odobrenje Banke Slovenije za obavljanje skrbničkih poslova ili podružnica strane banke koja je osnovana u Republici Sloveniji sukladno Zakonu o bankarstvu i koja je dobila odobrenje Banke Slovenije za obavljanje skrbničkih poslova.¹²⁶¹ Na taj način je u slovenskoj poslovnoj praksi omogućeno poslovanje inozemnih investicijskih fondova u Republici Sloveniji, o čijoj imovini skrbe inozemne skrbničke banke, a koje su prethodno dobile odobrenje Banke Slovenije za obavljanje skrbničkih poslova, čime je liberalizirano tržište financijskih usluga sukladno UCITS IV Direktivi. Nadzor nad skrbnikom obavlja Agencija za tržište vrijednosnih papira zajedno s Bankom Slovenije (čl. 492. ZISDU-2).

U njemačkom pravu, § 68 Kapitalanlagegesetzbuch (dalje u tekstu: KAGB),¹²⁶² određuje tko može biti depozitar UCITS (OGAW) fondova. Depozitar (*Verwahrstelle*) može biti kreditna institucija koja ima registrirano sjedište u SR Njemačkoj ili u jednoj od država članica EU-a, uz uvjet da je osnovala podružnicu u SR Njemačkoj, odnosno kreditna institucija sa sjedištem izvan EU-a koja je osnovala podružnicu u SR Njemačkoj

stvarima. I konačno depozitar iz treće zemlje mora prema ugovoru biti odgovoran AIF-u, odnosno ulagateljima sukladno propisima sadržanim u AIFM Direktivi, posebice onima iz čl. 21(12) i (13) te izrijeком mora prihvatiti svoju obvezu iz čl. 21(11) AIFM Direktive.

1259 Termin *skrbnička banka* odgovara hrvatskome terminu "depozitar", ali se u analizi slovenskoga prava zadržava izraz *skrbnička banka* jer je bliži nazivlju slovenskoga zakonodavca.

1260 Zakon o bančništvu (ZBan-1) (Uradni list RS, št. 131/06, 1/08, 109/08, 19/09, 98/09, 79/10, 99/10-UPB5 (52/11 popr.), 9/11-ZPlaSS-B, 35/11, 59/11, 85/11, 48/12, 105/12, 56/13, 63/13).

1261 Za obavljanje skrbničkih poslova banka skrbnik mora ispunjavati uvjete određene u Zakonu o bančništvu. Odobrenje za obavljanje skrbničkih poslova banki skrbniku daje Banka Slovenije uz prethodno mišljenje Agencije za tržište vrijednosnih papira (*Agencija za trg vrednosnih papirjev*) (čl. 175. st. 3. ZISDU-2). Banka je obvezna pribaviti posebnu suglasnost za obavljanje skrbničkih poslova prije upisa svojeg osnivanja u sudski registar. Uz zahtjev za izdavanje odobrenja, mora priložiti poslovni plan banke za prve tri godine poslovanja koji mora sadržavati opis poslova koje će obavljati i opis sustava upravljanja rizicima. Banka Slovenije će izdati banci skrbnici odobrenje za obavljanje skrbničkih poslova ako je planirani sustav upravljanja rizicima primjeren i prikladan. Ako planirani sustav upravljanja rizicima nije primjeren ili prikladan, Banka Slovenije može ograničiti odobrenje za obavljanje bankarskih poslova na određene vrste ili opseg poslova, odnosno može vezati odobrenje uz druge uvjete. U odluci Banke Slovenije o davanju odobrenja potrebno je izričito navesti poslove za koje se daje odobrenje (čl. 88. ZBan-1). Do prestanka valjanosti odobrenja za obavljanje skrbničkih poslova može doći: 1. ako banka ne započne s poslovanjem u roku od 1 godine od izdavanja odobrenja, 2. ako banka prestane s obavljanjem skrbničkih poslova u razdoblju dužem od 6 mjeseci ili 3. s izdavanjem odluke Banke Slovenije o nastanku razloga za otpočinjanje stečajnog postupka ili početku prisilne likvidacije banke. Konačno, u slučaju prestanka valjanosti odobrenja za obavljanje bankarskih poslova, banci prestaje i odobrenje za obavljanje skrbničkih poslova. U tom slučaju, Banka Slovenije mora donijeti odluku o prestanku valjanosti odobrenja za obavljanje skrbničkih poslova (čl. 87. ZBan-1 u vezi s čl. 175. st. 4. ZISDU-1).

1262 Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981).

te mora imati odobrenje Savezne agencije za nadzor financijskih usluga (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsichting*, tj. BaFIN) za obavljanje poslova prikupljanja depozita i skrbničkih poslova (§ 68. st. 2-4 KAGB).¹²⁶³

ZOIFJP uvodi **novi pojam "upravitelja" depozitara UCITS fonda**¹²⁶⁴ koji mora imati odgovarajuće iskustvo. Upraviteljima depozitara smatraju se osobe odgovorne za poslovanje organizacijske jedinice koja obavlja poslove depozitara unutar kreditne institucije, odnosno podružnice kreditne institucije. To mogu biti i osobe koje mogu utjecati na poslovnu politiku u depozitarnom poslovanju kreditne institucije, odnosno podružnice kreditne institucije.

Izričito je propisano kako fond može **imati samo jednog depozitara**.¹²⁶⁵ Naime, smatra se kako je taj zahtjev jedini način da se depozitaru osigura potpuni pregled nad imovinom fonda i istovremeno, a u slučaju povrede dužnosti, označi samo jedna osoba koja bi odgovarala za povredu. Time se štite ulagatelji od eventualnih komplikacija koje bi rezultirale iz suprotnog rješenja. Delegacija poslova pohrane zasebne imovine UCITS fonda, koje obavlja depozitar, trećoj osobi¹²⁶⁶ nije kršenje navedenog pravila jer ne dovodi do promjene u osobi depozitara. Isto je u slučaju poddelegacije.

1263 Odobrenje za trgovačko obavljanje bankarskih poslova i pružanje financijskih usluga u SR Njemačkoj daje u pisanom obliku Savezna agencija za nadzor financijskih usluga (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsichting*) (§ 32 st. 1. Kreditwesengesetz (KWG)). Ako depozitar ima sjedište u nekoj drugoj državi članici EU-a ili u državi čija je stranka ugovornica Ugovora o Europskom ekonomskom prostoru, dovoljno je da nadležno nacionalno nadzorno tijelo obavijesti Saveznu agenciju za nadzor financijskih usluga da depozitar ispunjava uvjete za obavljanje bankarskih poslova u državi u kojoj ima sjedište te da osnuje podružnicu u SR Njemačkoj (§ 53b KWG). Ako se radi o depozitaru sa sjedištem u državi koja nije članica EU-a ili stranka ugovornica Ugovora o EEP-u, mora osnovati podružnicu u SR Njemačkoj i pribaviti odobrenje Savezne agencije za nadzor financijskih usluga, uz ispunjenje uvjeta uzajamnosti (§ 53 KWG). Depozitar mora imati minimalni temeljni kapital u iznosu od najmanje 5.000.000,00 eura, (§ 68 st. 5. KAGB). Nadzor nad radom depozitne banke obavlja Savezna agencija za nadzor financijskih usluga, zajedno s Njemačkom saveznom bankom (Deutsche Bundesbank) (§ 13 st. 2. KAGB).

1264 Čl. 213. st. 5. ZOIFJP.

1265 Čl. 213. st. 7. ZOIFJP.

1266 ZOIFJP za razliku od ZIF-a otvara mogućnost delegacije. Prema ranijem ZIF-u, odnosno prema čl. 4. Pravilnika o poslovima depozitne banke (NN 26/08) depozitar nije mogao svoje poslove povjeriti niti jednom drugom pravnom subjektu u RH. Jedini izuzetak bili su poslovi pohrane inozemnih vrijednosnih papira koje je depozitar mogao povjeriti isključivo inozemnim pravnim subjektima. Uređenje kao u Pravilniku bilo je potvrđeno i u mišljenju HANFE (Mišljenje HANFE, KLASA: 011-02/10-05/74, URBROJ: 326-113-10-1, Zagreb, 4. studenoga 2010. godine, <http://www.ripe.hanfa.hr/hr/regulativa/trziste-kapitala/> (posjet 25. prosinca 2011.). Tako je HANFA zaključila da: "[...] depozitna banka može dio svojih poslova povjeriti nekom drugom pravnom subjektu, ali samo u inozemstvu i samo za obavljanje poslova depozitne banke nad imovinom investicijskih fondova koja je uložena u inozemne vrijednosne papire".

Konzultacije pri izradi prijedloga UCITS V Direktive, doticale su pitanje broja mogućih depozitara. Dio sudionika konzultacija smatrao je da bi zahtjev da fond ima samo jednog depozitara trebalo jasnije naglasiti u UCITS-u. Isto tako većina sudionika konzultacija iz sektora investicijskih društava, odnosno iz redova predstavnika ulagatelja smatrali su da se izrijeckom dopusti depozitaru da delegira svoje obveze većem broju lokalnih poddepozitara. Oni smatraju da se zahtjev o postojanju samo jednog depozitara ne kosi s mogućnošću delegacije tih funkcija, ako se uzme u obzir okolnost da fondovi danas djeluju na globalnoj osnovi te da nije opravdano od depozitara očekivati da u svakoj državi u kojoj se nude udjeli fondova za koje oni obnašaju ulogu depozitara imaju svoje društvo kćerku.¹²⁶⁷

3. Pravni položaj depozitara u investicijskom trokutu

Kako je depozitar dio investicijskog trokuta, važno je odrediti njegov odnos, i **prema društvu za upravljanje**, i **prema ulagateljima fonda**. Nekoliko odredbi nastoji razgraničiti uloge društva za upravljanje i depozitara, kao i spriječiti njihovu eventualnu povezanost. Osim što niti jedan subjekt ne smije istovremeno djelovati u obje uloge (čl. 213. st. 6. ZOIFJP-a), propisano je da depozitar u izvršavanju svojih poslova mora djelovati neovisno o društvu za upravljanje i isključivo u interesu ulagatelja u UCITS fondove za koje obavlja poslove depozitara (čl. 213. st. 8. i 219. st. 1. ZOIFJP-a). Također, navedeni subjekti ne smiju biti povezani organizacijski, niti personalno, dok **kapitalno** mogu biti, ali samo tako da depozitar drži udjele/dionice društva za upravljanje, ali ne i obrnuto.¹²⁶⁸

Depozitar postaje dio investicijskog trokuta sklapanjem pisanog **ugovora o obavljanju poslova depozitara** s društvom za upravljanje.¹²⁶⁹ Da bi uopće došlo do osnivanja UCITS fonda, pri podnošenju zahtjeva za odobrenje njegova osnivanja, mora se priložiti ugovor o obavljanju poslova depozitara sklopljen između društva za upravljanje i depozitara (čl. 240. st. 2. t. 4. ZOIFJP). **Na izbor i svaku promjenu depozitara suglasnost daje HANFA.**¹²⁷⁰ Prema čl. 214. st. 3. ZOIFJP-a HANFA je ovlaštena u bilo koje doba naložiti društvu za upravljanje promjenu depozitara.¹²⁷¹

1267 European Commission, Feedback Statement – Summary of Responses to UCITS Depositaries Consultation Paper, 15. 09. 2013., http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/ucits/feedback_statement_en.pdf, (posjet 19. lipnja 2013.), str. 13.

1268 Više još u Glavi IV., pod točkom 5. ove knjige.

1269 Čl. 213. st. 3. ZOIFJP.

1270 Čl. 214. st. 1. ZOIFJP. Uvjeti za izbor depozitara i davanja suglasnosti na izbor depozitara detaljnije su određeni u Pravilniku o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda (NN 93/13).

1271 To može učiniti osobito u četiri slučaja: ako depozitar, prema ocjeni HANFE, ne ispunjava svoje dužnosti, ako postoje okolnosti koje dovode u sumnju sposobnost depozitara da uredno, pravovremeno i kvalitetno ispunjava svoje dužnosti, kada HANFA opravdano sumnja da društvo za upravljanje i depozitar djeluju u dosluhu na štetu interesa ulagatelja u UCITS fond te kada postoje okolnosti koje konkretno

U **slovenskom pravu**, društvo za upravljanje mora za račun investicijskog fonda, kojim upravlja, sklopiti ugovor o obavljanju skrbničkih poslova sa skrbnikom (čl. 182. ZISDU-2).¹²⁷² Za sklapanje ugovora o obavljanju skrbničkih poslova, kao i za njegovu izmjenu, društvo za upravljanje mora pribaviti prethodno odobrenje Agencije za tržište vrijednosnih papira (čl. 183. st. 1. i 5. ZISDU-2).¹²⁷³ **Njemački KAGB** u § 69 st. 1. određuje da se pri izboru ili promjeni depozitara s kojom se sklapa ugovor o obavljanju poslova depozitara mora pribaviti prethodno odobrenje Savezne agencije za nadzor financijskih usluga, tj. BaFIN-a.¹²⁷⁴

Ugovor o obavljanju poslova depozitara je ugovor *sui generis* koji u sebi obuhvaća značajke različitih ugovora.¹²⁷⁵ Prevladavajuće je mišljenje da kod ugovora o ulaganju prevladavaju elementi ugovora o nalogu i inominatnog ugovora o službi.¹²⁷⁶ No od naloga se razlikuje zbog toga jer prema čl. 219. st. 2. ZOIFJP-a depozitar izvršava naloge i upute društva za upravljanje isključivo ako su u skladu s odredbama ZOIFJP-a te s prospektom (i pravilima) UCITS fonda. Od naloga ga razlikuju i brojne nadzorne ovlasti u odnosu na društvo za upravljanje. Prema *Miladinu*,¹²⁷⁷ ugovor između depozitara i društva za upravljanje ima i značajke žiro ugovora, jer podrazumijeva **otvaranje i vođenje posebnih bankarskih računa**. Kako je glavna obveza depozitara **pohrana posebne imovine fonda**, ugovor o poslovima depozitara u sebi posebno sadrži značajke

upućuju na povredu kontrolnih obveza depozitara i osnovnih obveza društva za upravljanje. Vidi čl. 214. st. 3. t. 1. - 4. ZOIFJP-a.

1272 Jedan investicijski fond može imati samo jednog skrbnika svoje imovine (čl. 173. ZISDU-2).

1273 Zahtjevu za davanje odobrenja za sklapanje ugovora o obavljanju skrbničkih poslova mora se priložiti tekst ugovora, odobrenje Banke Slovenije za obavljanje skrbničkih poslova banki skrbnici te dokaz da je sjedište skrbnika ili da je skrbnik osnovan (podružnica) u istoj državi kao i sjedište društva za upravljanje, koje upravlja investicijskim fondom, a za koji će skrbnik obavljati skrbničke poslove. Ako društvo za upravljanje dostavi navedene priloge koji su dokaz da su ispunjeni uvjeti za sklapanje ugovora o obavljanju skrbničkih poslova, Agencija za tržište vrijednosnih papira će izdati odobrenje. Ako je društvo za upravljanje podnijelo zahtjev za izdavanje odobrenja za upravljanje uzajamnim fondom ili investicijskim društvom, onda se postupci za izdavanje odobrenja za upravljanje investicijskim fondom i za izdavanje odobrenja za sklapanje ugovora o obavljanju skrbničkih poslova združuju (čl. 183. (2)-(4)ZISDU-2).

1274 Savezna agencija za nadzor financijskih usluga može u svako doba zahtijevati od društva za upravljanje promjenu depozitne banke, a osobito ako depozitna banka ne ispunjava uredno svoje zakonske i ugovorne obveze ili joj se smanji minimalni temeljni kapital ispod iznosa od 5.000.000,00 eura (§ 69. st. 2. KAGB).

1275 U njemačkoj doktrini taj se ugovor naziva "Depotbankvertrag", te se autori zalažu da se tu radi o *sui generis* ugovoru. Vidi: Köndgen, J., Schmies, C. M. A., § 113 Investmentgeschäft, op. cit., str. 1483; Baur, J., 7. Kapitel: Investmentgeschäfte, op. cit., str. 1024; Seegebarth, N., Stellung und Haftung der Depotbank im Investment-Dreieck, op. cit., str. 25.; Ohl, K., Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks, op. cit., str. 65; Canaris, C-W., Bankvertragsrecht, op. cit., str. 1189.

1276 Loc. cit. Za hrvatsko pravo, tako Miladin, P., Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitarne banke, op. cit., str. 388.

1277 Loc. cit.

5. Delegacija poslova pohrane poddepozitaru

Mogućnost delegacije depozitarnih usluga na tržištu koje je globalno, često je ujedno i nužnost zbog načina na koji funkcionira i napreduje fondovska industrija. Kako su u međuvremenu proširene kategorije imovine koje mogu biti dio dopuštenih ulaganja UCITS fonda,¹³⁴⁷ te su fond menadžeri (šireći se na tržišta i izvan EU) sve češće ulagali u vrijednosne papire, odnosno financijske instrumente inozemnih izdavatelja, depozitar je, kako bi sravnio transakcije fonda, bio prisiljen koristiti niz trećih osoba kojima bi u određenom segmentu delegirao svoje ovlasti. Ponekad bi ulogu poddepozitara preuzela njegova podružnica u drugoj državi, no u nedostatku takve podružnice i sve većim prekograničnim apetitima fond menadžera, često je postojala potreba delegirati određene ovlasti trećoj nezavisnoj osobi. S obzirom na to da se u portfelju UCITS fonda mogu nalaziti financijski instrumenti izdavatelja za koje je mjerodavno pravo različitih jurisdikcija, a to pravo može inzistirati na pohrani imovine kod lokalnih skrbnika, delegacija poslova pohrane ponekad je i nužna, a ne samo korisna te je sve češće pravilo, a ne iznimka. Stoga se u kontekstu delegacije depozitarnih ovlasti **razlikuje dobrovoljna i nužna delegacija.**¹³⁴⁸

U okviru delegacije, potrebno je odrediti koji se poslovi depozitara mogu delegirati, kojim osobama te pod kojim uvjetima. Pri tome treba imati na umu razdvojenost funkcija između depozitara i društva za upravljanje. Uz to, postavlja se pitanje mogućnosti daljnje delegacije poddepozitara trećoj osobi te koje su u konačnici obveze depozitara po izvršenoj delegaciji. Sve navedeno regulira ZOIFJP u čl. 226. - 229., prateći rješenja sadržana u prijedlogu UCITS V Direktive.¹³⁴⁹

5.1. Uvjeti koje mora ispuniti poddepozitar

ZOIFJP je jasno odredio da depozitar može delegirati samo poslove pohrane zasebne imovine UCITS fonda,¹³⁵⁰ po uzoru na čl. 22. st. 7.

¹³⁴⁷ UCITS III Direktiva o proizvodu.

¹³⁴⁸ O nužnoj delegaciji poslova pohrane imovine UCITS fonda radi se ako društvo koje upravlja UCITS fondom ulaže u financijske instrumente koje treba prema (prisilnim) propisima mjerodavnog prava držati u pohrani kod lokalnih skrbnika. Ako se u tim zemljama ne nalaze lokalni skrbnici koji udovoljavaju zakonskim uvjetima povećava se rizik gubitka imovine fonda i nastanka drugih šteta. Depozitar se tu nalazi u nezahvalnoj ulozi, jer društvo za upravljanje želi ulagati u financijske instrumente koje treba držati kod lokalnih skrbnika, a oni nažalost ne udovoljavaju uvjetima.

¹³⁴⁹ UCITS IV Direktiva nije sadržavala detaljnije odredbe o uvjetima delegacije. Iz čl. 22. st. 2. bilo je razvidno da se delegirati može samo dužnost pohrane imovine fonda, a ne i nadzorne ovlasti. Kako je nakon Madoff skandala došlo do izražaja da države članice imaju različite uvjete delegacije koje je nužno uskladiti, prijedlog UCITS V Direktive detaljno je uredio navedena pitanja.

¹³⁵⁰ Čl. 226. st. 1. ZOIFJP.

Prijedloga UCITS V Direktive. To znači da se ne mogu delegirati poslovi nadzora nad određenim radnjama društva za upravljanje i drugi poslovi koje depozitar obavlja sukladno čl. 215. ZOIFJP-a. ZOIFJP za razliku od ranijeg ZIF-a izričito dopušta da se delegira pohrana nad svom imovinom UCITS fondova, a ne više samo pohrana inozemnih vrijednosnih papira.¹³⁵¹ No, također, ZOIFJP propisuje i uvjete pod kojima se može delegirati pohrana nad imovinom UCITS fondova što prijašnji ZIF nije propisivao.¹³⁵² Uvjeti su da se poslovi i dužnosti ne delegiraju kako bi se izbjegle obveze i zahtjevi predviđeni ZOIFJP-om,¹³⁵³ da se delegiranje provodi iz objektivnih razloga i isključivo radi povećanja učinkovitosti obavljanja tih poslova i dužnosti,¹³⁵⁴ da depozitar mora dokazati da je treća osoba izabrana primjenom dužne pažnje i da će depozitar u svako doba dužnom pažnjom i učinkovito nadzirati obavljanje delegiranih poslova,¹³⁵⁵ te da depozitar mora dokazati da treća osoba ispunjava i da će za trajanja ugovora o delegiranju kontinuirano ispunjavati uvjete predviđene ZOIFJP-om.¹³⁵⁶

Depozitar mora dokazati da njegov delegat ispunjava i da će kontinuirano ispunjavati neke uvjete tijekom trajanja ugovora o delegiranju.

Radi se o nekoliko uvjeta.¹³⁵⁷

Kao prvo delegat mora imati uređeno unutarnje ustrojstvo te iskustvo potrebno i primjereno prirodi i složenosti imovine UCITS fonda koja mu je povjerena u pohranu. Način obavljanja poslova pohrane mora biti u skladu s čl. 217. ZOIFJP-a. To znači da će poddepozitar različito pohranjivati

1351 Tako je čl. 4. Pravilnika o poslovima depozitne banke (NN 150/05) predviđao da depozitna banka može delegirati pohranu imovine fonda isključivo samo pravnom subjektu u inozemstvu i to samo u odnosu na inozemne vrijednosne papire.

1352 Također, o delegaciji poslova pohrane depozitara na treće osobe, vidi čl. 22.-23. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

1353 Čl. 226. st. 1. t. a) ZOIFJP.

1354 Čl. 226. st. 1. t. b) ZOIFJP.

1355 Čl. 226. st. 1. t. c) ZOIFJP.

1356 Čl. 226. st. 1. t. d) ZOIFJP. Uvjete koje treća osoba mora ispunjavati su: da ima uređeno unutarnje ustrojstvo te iskustvo potrebno i primjereno prirodi i složenosti imovine UCITS fonda koja mu je povjerena na pohranu u skladu s čl. 217. ZOIFJP-a; da se radi o osobi koja podliježe bonitetnom nadzoru i nadzoru prema odredbama mjerodavnog prava (uključujući zahtjeve o adekvatnosti kapitala), u odnosu na delegiranje poslova skrbništva iz čl. 217. ZOIFJP-a; da se radi o osobi nad kojom se redovito periodički provodi neovisna vanjska revizija kako bi se osiguralo i potvrdilo da je osoba u posjedu i/ili ima nadzor nad financijskim instrumentima koji su joj povjereni na skrbništvo, u odnosu na delegiranje poslova skrbništva iz čl. 217. ZOIFJP-a; da odvaja imovinu klijenata depozitara od vlastite imovine tako da se u bilo kojem trenutku može jasno i nedvojbeno identificirati i utvrditi koja imovina pripada klijentima toga depozitara; da bez suglasnosti društva za upravljanje i prethodnog obavještanja depozitara ne smije raspolagati imovinom koja je povjerena na pohranu, te da udovoljava obvezama i zabranama iz čl. 218. i 219. ZOIFJP-a.

1357 Vidi čl. 226. st. 1. t. d. ZOIFJP-a.

imovinu fonda ovisno o tome radi li se o financijskim instrumentima, ne-plasiranim novčanim sredstvima ili o ostaloj imovini fonda.¹³⁵⁸ **Kao drugo**, delegat depozitara mora biti osoba koja podliježe **bonitetnom nadzoru** i nadzoru prema odredbama mjerodavnog prava (uključujući primjenjive zahtjeve o adekvatnosti kapitala) s obzirom na to da obavlja poslove skrbištva, odnosno pohrane. **Treće**, mora se raditi o osobi nad kojom se **redovito periodički provodi neovisna vanjska revizija**. Cilj je te revizije potvrditi da se financijski instrumenti dani u pohranu doista nalaze kod poddepozitara, odnosno da su oni unutar sfere njegove faktične kontrole, odnosno da ima nad njima nadzor. **Četvrto**, delegat depozitara mora odvajati imovinu klijenata depozitara od vlastite imovine tako da se u bilo kojem trenutku može jasno i nedvojbeno identificirati i utvrditi koja imovina pripada klijentima toga poddepozitara. **Peto**, poddepozitar ne smije bez suglasnosti društva za upravljanje i prethodnog obavještanja depozitara raspolagati imovinom koja je povjerena u pohranu.

Ova ovlast raspolaganja imovinom UCITS fonda, predstavlja skliski teren, zbog toga jer čl. 213. st. 6. ZOIFJP-a sadrži pravilo da niti jedan subjekt ne smije djelovati i kao društvo za upravljanje i kao depozitar. Ako poddepozitar raspolaze imovinom fonda onda on pravno gledano obavlja radnju koju inače obavlja društvo za upravljanje - raspolaze zasebnom imovinom fonda koja mu je dana u potpohranu. Raspolaganje zasebnom imovinom UCITS fonda ne nalazi se u "opisu poslova" depozitara u članku koji uređuje dužnosti i obveze depozitara (čl. 215. ZOIFJP). U ovom slučaju poddepozitar "ulazi u cipele" društva za upravljanje. To je vidljivo iz okolnosti da mu društvo za upravljanje daje suglasnost za navedeno raspolaganje imovinom koja mu je dana u pohranu, a depozitara se samo o tome obavještava. Pritom zakonodavac nije jasno odredio u čije ime sklapa poddepozitar navedeni ugovor - u svoje ime ili u ime društva za upravljanje koje je jedino ovlašteno upravljati imovinom fonda. Autorice smatraju da bi ugovor kojim poddepozitar otuđuje imovinu fonda trebalo tumačiti kao ugovor sklopljen u ime društva za upravljanje (a za račun UCITS fonda) pa bi u tom slučaju poddepozitar bio *ad hoc* zastupnik društva za upravljanje. To naravno otvara niz pitanja: radi li se o netransparentnoj delegaciji poddepozitaru poslova koje inače obavlja društvo za upravljanje, a kojom je zaobiden zahtjev da je za delegaciju poslova društva za upravljanje potrebna suglasnost HANFE i depozitara? Kako s time pomiriti izričitu zakonsku zabranu da se u jednoj osobi ne mogu steći ovlasti depozitara i društva za upravljanje? Znači li to da ta zabrana za poddepozitara ne vrijedi? S obzirom na to da je ovdje poddepozitar "u cipelama" društva za upravljanje, analogno primjenjujući čl. 218. st. 1. ZOIFJP-a dolazimo do zaključka da će on pri obavljanju "ostalnih poslova za društvo za upravljanje" (a jedan od tih će biti raspolaganje imovinom fonda) morati osigurati da obavljanje tih poslova bude ustrojstveno odijeljeno od poslova pohrane i administriranja.

Kao **šesti uvjet** ZOIFJP propisuje da poddepozitar mora udovoljavati "obvezama i zabranama" iz članaka 218. i 219. ZOIFJP-a. Prvi propis uređuje razne aspekte načela odvojenog vođenja imovine UCITS fonda (od imovine depozitara i društva za upravljanje). Drugi govori o općem standardu postupanja depozitara pri izvršavanju svojih poslova pa tako i onih koji se tiču poslova pohrane.

1358 O načinu pohrane zasebne imovine UCITS fonda vidi još u Glavi V., pod točkom 4.2. ove knjige.

Poseban skup uvjeta, različit od prije navedenih postoji kada (pri-silni) propisi trećih država zahtijevaju da se određeni financijski instrumenti **moraju držati u pohrani kod lokalnih subjekata**,¹³⁵⁹ a u toj državi **nema lokalnih subjekata koji zadovoljavaju opće uvjete** za delegaciju. U tom slučaju delegacija je dopuštena, ali uz ispunjenje druge skupine uvjeta. Prvo, delegacija se provodi samo u mjeri koju zahtijeva mjerodavno pravo te treće države. Ona se provodi pod **posebnim** uvjetima samo ako nema lokalnih subjekata koji ispunjavaju **opće** uvjete za delegaciju. No, pored toga, ulagatelji u UCITS fond moraju biti **prije ulaganja uredno informirani** o tom delegiranju, o pravnim ograničenjima koja su na snazi u trećoj državi te o okolnostima koje opravdavaju to delegiranje. **Društvo za upravljanje treba dati uputu depozitaru** da delegira poslove skrbništva takvih financijskih instrumenata tome lokalnom subjektu.

5.2. Daljnja delegacija poslova (pohrane) trećoj osobi

Čl. 226. st. 3. ZOIFJP-a dopušta poddepozitaru da dalje delegira poslove pohrane, ali samo ako su ispunjeni ili opći uvjeti za delegaciju ili oni koji se primjenjuju kada u trećoj državi nema lokalnih subjekata koji bi ispunjavali opće uvjete delegacije navedene u čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a, a pravo treće države zahtijeva da određeni financijski instrumenti budu dani u pohranu kod lokalnih subjekata (čl. 226. st. 2. ZOIFJP).

Prema čl. 226. st. 4. ZOIFJP-a, treće osobe kojima je depozitar delegirao poslove pohrane mogu biti **domaće ili strane kreditne institucije** ili **strani skrbnici** (koji nisu kreditne institucije), ali koji imaju odobrenje nadležnog tijela za obavljanje poslova pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenta, uključujući i poslove skrbništva i s tim povezane usluge, primjerice upravljanje novčanim sredstvima, odnosno instrumentima osiguranja. Radi se o **pomoćnoj investicijskoj usluzi** iz čl. 5. st. 2. t. 1. ZTK-a, stoga ju mogu obavljati i kreditne institucije i investicijska društva.¹³⁶⁰

Ovo zakonsko rješenje upućuje da **delegat poddepozitara**, za razliku od poddepozitara **ne mora nužno biti kreditna institucija**.¹³⁶¹

Uključivanjem velikog broja (pod)skrbnika iz trećih država povećava se regulatorni rizik. U slučaju spora postaje nepredvidivo koju će poveznicu primijeniti nadležni sud pri utvrđivanju mjerodavnog prava za procjenu pitanja kome pripadaju navedeni financijskih instrumenti, kada postoji takav lanac skrbničkih odnosa. Uzmimo, primjerice, da o pitanju kome pripadaju financijski instrumenti odlučuje sud u stečajnom postupku koji je otvoren nad jednim od sudionika skrbničkog lanca. Koje pravo će primijeniti da bi prosudio kome pripadaju ti vrijednosni papiri? Po kojem pravu će se prosuđivati mogućnost postavljanja

¹³⁵⁹ Čl. 226. st. 2. ZOIFJP.

¹³⁶⁰ Obje kategorije osoba moraju ispunjavati posebne kapitalne zahtjeve iz čl. 35. ZTK-a (iznos temeljnog kapitala 6 milijuna kuna).

¹³⁶¹ Usporedi s čl. 213. st. 1. t. 1-3. ZOIFJP tko može biti depozitar UCITS fonda.

izlučnog zahtjeva, nakon što prema (nekom) mjerodavnom pravu utvrdi kome ti financijski instrumenti pripadaju - po *lex fori concursus* ili po *lex causae*?

Nematerijalizirane vrijednosne papire je teže lokalizirati. *Lex rei sitae* kao tipična poveznica za stvarnopravne aspekte nužno se transformira. Gdje onda "leže" nematerijalizirani vrijednosni papiri? U mjestu u kojem se vodi primjerice knjiga dionica (a ona se vodi najčešće u mjestu u kojem izdavatelj vrijednosnih papira ima svoje sjedište) ili u mjestu u kojem su oni ubilježeni na računima kod središnjeg depozitorija za vrijednosne papire? Ili je relevantan onaj račun kojeg klijent ima kod onog člana skrbničkog lanca kojem je on ovlašten postaviti zahtjev koji proizlazi iz tog financijskog instrumenta?¹³⁶²

Pravo država članica EU-a inzistira na načelu odjeljivanja zasebne imovine UCITS fonda od imovine depozitara i društva za upravljanje (a to vrijedi i za poddepozitare iz EU-a). No to pravilo ne moraju nužno imati treće države, u kojima mogu biti locirani financijski instrumenti u koje društvo za upravljanje želi ulagati. Utjehu ne pruža niti međunarodno privatno pravo koje komparativno gledano može za ovo pitanje imati različita rješenja. Međunarodno privatno pravo poznaje veliki broj relevantnih poveznica od kojih svaka može dovesti do vrlo različitih materijalnopravnih rješenja.¹³⁶³ Sa svakom daljnjom delegacijom taj se rizik povećava, a depozitar prepušta još jedan komadić kontrole nad imovinom danom u (pot)pohranu koju zapravo efektivno može vrlo teško kontrolirati.

Drugi problem je što postoji mogućnost da i depozitar i društvo za upravljanje delegiraju svoje funkcije istoj osobi što je protivno ideji UCITS zakonodavstva. Odvojenost funkcija koje pripadaju društvu za upravljanje i depozitaru ključ je u očuvanju zaštite ulagatelja unutar investicijskog trokuta. Stoga je zakonodavac ispravno propisao da niti jedan subjekt ne smije djelovati i kao društvo za upravljanje i kao depozitar.¹³⁶⁴ No vrijedi li to i na razini poddepozitara nije izrijeком navedeno u ZOIFJP-u. Koristeći se logičkim argumentom *a maiori ad minus* smatramo da ono što vrijedi za depozitara treba vrijediti i za njegove delegate (kao i zbog načela *nemo plus iuris*), osim ako zakonodavac ne predviđa drukčije. *De lege ferenda* bilo bi to korisno izrijeком propisati. Također, propis koji ovlašćuje poddepozitara da otuđuje imovinu fonda (danu u potpohranu) uz suglasnost društva za upravljanje i uz obavijest depozitaru treba tumačiti kao regulatornu iznimku.

1362 Tzv. PRIMA approach, tj. Place of the Relevant Intermediary Approach. Više o tomu vidi u: Maisie, O.: *Shares and Other Securities in the Conflict of Laws*, Oxford University Press, 2003, str. 126 i dalje.

1363 Vidi o tom problemu, Kunda, I., Ostvarivanje članskih prava u sustavu prekograničnog držanja dionica putem posrednika, 303-338, u: Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Žunić Kovačević, N., *Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije*, Pravni fakultet u Rijeci, Rijeka, 2011, str. 303 i dalje.

1364 Čl. 213. st. 6. ZOIFJP.

5.3. Obveze depozitara po izvršenoj delegaciji

5.3.1. Dostava podataka HANFI i društvu za upravljanje

Iako je društvu za upravljanje potrebna suglasnost HANFE pri imenovanju ili promjeni depozitara,¹³⁶⁵ **depozitaru nije potrebno odobrenje HANFE za delegaciju.** ZOIFJP ovu delegaciju očigledno ocjenjuje manje prijepornom od one društva za upravljanje, za koju treba odobrenje HANFE.¹³⁶⁶ Za delegaciju poslova depozitara trećim osobama **nije potrebno dobiti niti suglasnost od društva za upravljanje.**

No, nakon delegacije, depozitar mora HANFI bez odgađanja dostaviti sve ugovore koje je sklopio s trećim osobama. Također treba dostaviti i popis svih trećih osoba s kojima je sklopio ugovor o delegiranju. Potonji podatak mora dostaviti najkasnije do 10. veljače svake godine. Zapravo dužnost dostave HANFI svih ugovora s trećim osobama odmah po njihovom sklapanju, sintetizira se jednom godišnje u dužnosti sastavljanja njihova ukupnog popisa. I depozitar i društvo za upravljanje imaju obvezu da bez odgode objave popis svih trećih osoba svaki na svojim internetskim stranicama.¹³⁶⁷

Valja naglasiti, međutim, da delegacija poslova depozitara (kao ni delegacija poslova društva za upravljanje) nije podatak kojeg zakonodavac tretira kao bitnu izmjenu prospekta. S obzirom na to da se radi o nebitnoj izmjeni prospekta, društvo za upravljanje mora prema čl. 186. st. 1. ZOIFJP-a jednom godišnje ažurirati prospekt UCITS fonda, dostaviti ga HANFI i objaviti ga na svojim internetskim stranicama najkasnije do 15. veljače svake godine.¹³⁶⁸ No, iako će možda popis trećih osoba kojima je depozitar delegirao poslove pohrane u nekim slučajevima biti nepromijenjen tijekom cijele godine, treba uzeti u obzir da su sklopljeni ugovori dinamična kategorija i da promjene na tom popisu mogu nastupiti višekratno unutar godine dana (sklapanjem novih i /ili prestankom sklopljenih ugovora). S obzirom na tako veliki odmak u vremenu nakon kojeg će se s okolnošću delegacije upoznati ulagatelji,¹³⁶⁹ smatramo da bi bilo korisno u idućoj noveli ZOIFJP-a predvidjeti da se, ne samo popis svih trećih osoba, nego i svaka promjena na popisu trećih osoba, odmah po sklapanju novog ugovora i nakon dostave istog HANFI, objavi na internetskoj stranici depozitara i društva za upravljanje.

ZOIFJP propisuje veliki broj uvjeta koje pojedini poddepozitar treba ispuniti da bi mu se mogli delegirati poslovi (pohrane). Jedino u slučajevima gdje do delegacije dolazi zbog prisilnih propisa treće države (u kojoj niti jedan lokalni subjekt ne udovoljava općim uvjetima delegacije), vrijede

1365 Čl. 214. st. 1. ZOIFJP.

1366 Čl. 64. st. 1. ZOIFJP.

1367 Čl. 227. st. 1. t. a i b. ZOIFJP.

1368 Čl. 186. st. 2. ZOIFJP.

1369 Hipotetski gledano, ako do delegacije poslova pohrane dođe samo nekoliko dana nakon datuma kada treba objaviti "svih trećih osoba" znači li to da će ulagatelji tek iduće godine negdje u to vrijeme saznati za tu delegaciju? Ako delegacija traje kraće od godine dana, postoji li uopće dužnost da se taj poddepozitar obuhvati popisom iduće godine?

posebni uvjeti - kao iznimka od općih. No ZOIFJP na više mjesta ponavlja da depozitar mora dokazati neke od uvjeta, pa se postavlja pitanje u kojim će to okolnostima depozitar dokazivati postojanje uvjeta, kada HANFA ne daje suglasnost na delegaciju? ZOIFJP od depozitara samo zahtijeva dostavu ugovora HANFI, ali ne i dostavu ikakvih priloga iz kojih bi bilo vidljivo jesu li ispunjeni ti uvjeti. S obzirom na to da **depozitar odgovara za izbor poddepozitara**, uvjeti sadržani u čl. 226. st. 1. ZOIFJP-a zapravo su uvjeti čije ispunjenje mora radi sebe propitati sam depozitar, a bit će u prilici dokazivati ih pozove li ga društvo za upravljanje (ili ulagatelji) na odgovornost za izbor poddepozitara.¹³⁷⁰

Depozitar u pravilu ne mora dobiti niti suglasnost društva za upravljanje za izbor poddepozitara. No ipak, radi li se o delegaciji poslova poddepozitaru koji se nalazi u **trećoj državi** kada do delegacije dolazi uslijed primjene prisilnih lokalnih propisa, tada se depozitar oslanja na **uputu** koju mu daje društvo za upravljanje. Iz zakonske dikcije proizlazi da ga društvo za upravljanje upućuje da odabere upravo tog lokalnog subjekta.¹³⁷¹ Budući da čl. 226. st. 5. ZOIFJP-a propisuje da depozitar odgovara društvu za upravljanje i ulagateljima za izbor treće osobe, postavlja se pitanje kako tumačiti ovu odredbu o odgovornosti (depozitara) za izbor kada je društvo za upravljanje to koje daje uputu o izboru nekog konkretnog poddepozitara? Odgovor na ovo pitanje daje čl. 220. st. 4. ZOIFJP-a, jer se pod određenim pretpostavkama depozitar može osloboditi odgovornosti za izbor poddepozitara koji se nalazi u trećoj državi. Dakle, samo ako se poslovi pohrane delegiraju lokalnom subjektu u trećoj državi (koji ne udovoljava općim uvjetima delegacije) depozitar se može osloboditi odgovornosti za izbor uz ispunjenje više različitih uvjeta.¹³⁷² Jedan od tih uvjeta je da je društvo za upravljanje uputilo depozitara da delegira poslove pohrane tom lokalnom subjektu.

5.3.2. Dužnost kontinuiranog nadzora nad poddepozitarom

Depozitar koji je delegirao poslove pohrane dužan je nadzirati poddepozitara. Taj nadzor treba prema čl. 228. st. 1. ZOIFJP-a biti učinkovit, kontinuiran i uz primjenu dužne pažnje. Poddepozitara može izravno nadzirati i HANFA. Prema čl. 354. st. 6. ZOIFJP-a HANFA je ovlaštena od osoba na koje su delegirani poslovi depozitara zahtijevati izvješća i podatke te obaviti pregled dijela poslovanja, kontrolu poslovnih knjiga i poslovne dokumentacije te ostale dokumentacije, ispisa, zapisa i snimki u dijelu koji se odnosi na delegirani dio poslovanja, te ih može i privremeno oduzeti. No radi se o nadzoru koji se obavlja na teritoriju RH, u onim slučajevima kada delegiranje nema prekogranični element.

¹³⁷⁰ Čl. 226. st. 5. ZOIFJP.

¹³⁷¹ Čl. 226. st. 2. t. d. ZOIFJP.

¹³⁷² Čl. 220. st. 4. t. a – e. ZOIFJP.

No do delegacije će češće dolaziti kada postoji element inozemnosti, odnosno kada je neki dio imovine UCITS fonda "lokaliziran" u državi članici ili trećoj državi. Valja naglasiti da će poddepozitari iz trećih država biti izvan dometa domaćeg regulatora. Bude li HANFA htjela poduzeti određene mjere prema tom poddepozitaru ona će to morati učiniti prema hodogramu koji je predviđen sporazumom o bilateralnoj suradnji između HANFE i tog drugog nadzornog tijela treće države ili nekim drugim okvirnim sporazumom čiji su članovi HANFA i to drugo nadzorno tijelo.

Za razliku, prema depozitarima iz država članica HANFA ima izravne nadzorne ovlasti, koje se odvijaju po posebnom hodogramu. Postavlja se pitanje **vrijedi li taj isti hodogram i za poddepozitare iz država članica** i bez da je to izrijekom rečeno u zakonu. Smatramo da na to treba odgovoriti potvrdno, jer u suprotnom ne bi imala smisla odredba koja obvezuje depozitara da bez odgode obavijesti HANFU (i društvo za upravljanje) o neispunjenju i/ili neurednom ispunjenju obveze te propustu treće osobe (odnosno poddepozitara) koji može značajno utjecati na imovinu UCITS fonda. Nakon što HANFA zaprimi tu obavijest od depozitara, ona bi kao regulator trebala reagirati unutar svojih ovlasti, a ako ne može reagirati onda je ne bi trebalo niti obavještavati. Radi zaštite ulagatelja nadzor nad poddepozitarom iz države članice trebao bi se odvijati na isti neposredan način kao i kada je u pitanju depozitar.

Nadzor nad depozitarom iz države članice pretežno se odvija izravnom komunikacijom HANFE i depozitara iz države članice. Ako se depozitar iz države članice oglašuje na pozive HANFE za otklanjanje nepravilnosti u radu i ne otklanja ih u zato predviđenom roku, HANFA obavještava o tome nadzorno tijelo matične države članice. Ako niti nadzorno tijelo ne poduzme nikakve mjere prema depozitaru ili su te mjere neodgovarajuće u toj mjeri da depozitar nastavlja kršenje, tada je HANFA prema depozitaru ovlaštena izreći nadzorne mjere, ali prije toga mora o namjeravanom poduzimanju mjera obavijestiti nadzorno tijelo države članice.¹³⁷³

Nemogućnost ostvarenja pravog nadzora nad poddepozitarom iz treće države uzrokuje **porast regulatornog rizika**. Pravo trećih država uopće ne mora sadržavati propis o dužnosti odvojenog držanja imovine UCITS fonda od imovine poddepozitara, pa raste opasnost od gubitka imovine UCITS fonda, ako se vjerovnici poddepozitara ovršuju na njegovoj imovini.¹³⁷⁴ Taj rizik raste također ako poddepozitar iz treće države padne pod stečaj. Kakav učinak će otvaranje stečajnog postupka imati na tražbine depozitara prema poddepozitaru ovisi o propisima stečajnog prava te treće države. Hoće li stečajno pravo treće države i u kojoj mjeri priznati depozitaru status privilegiranog (izlučnog) vjerovnika i kako i u kojem trenutku se ostvaruju izlučna prava otvoreno je pitanje.

1373 Čl. 355. st. 4. i 5. ZOIFJP.

1374 Vidi Commission staff working document: Impact assessment Accompanying the Proposal UCITS V, op. cit., str. 75.

Kako se potencijalni rizici vezani uz poddepozitara mogu vrlo brzo izmijeniti, dužnost je depozitara da permanentno nadzire obavljanje delegiranih poslova, a **osobito potencijalnih rizika vezanih uz pohranu imovine UCITS fonda**. Također je dužan obavještavati društvo za upravljanje o okolnostima koje mogu uzrokovati promjenu tih rizika.¹³⁷⁵ Pored toga, depozitar mora bez odgode obavijestiti HANFU i društvo za upravljanje o neispunjenju i/ili neurednom ispunjenju obveze ili propustu poddepozitara koji može značajno utjecati na imovinu UCITS fonda pohranjenu u poddepozit.

Kako dolazi do povećanja regulatornog rizika, pogotovo u slučaju stečaja lokalnog subjekta iz treće države, zorno ilustrira slučaj Madoff.

Radilo se o UCITS fondovima lociranim u EU koji su bili *feeder* fondovi¹³⁷⁶ Madoffovog investicijskog društva (BLMIS). Postojanje *master-feeder* strukture nije bilo obznanjeno ni u prospektima fondova niti su o tome bila obaviještena nadzorna tijela država članica tih UCITS fondova. *Master feeder* strukturu je potajice omogućila upravo delegacija dviju funkcija: funkcije fond menadžera (društva za upravljanje) i funkcije depozitara. Protivno UCITS-u IV te su se dvije funkcije delegacijom stekle u istoj osobi – Madoffovom investicijskom društvu (BLMIS).

Kada je otkrivena Madoffova Ponzijeva shema, BLMIS kao njegovo brokersko društvo palo je pod stečaj, ali je bilo podvrgnuto posebnom stečajnom postupku. Ono je bilo članom SIPC-a - društva za zaštitu ulagatelja u vrijednosne papire (*Securities Investor Protection Corporation*) – koje u pravu SAD-a ima funkciju koju u RH ima Fond za zaštitu ulagatelja. SIPC je osnovan Zakonom o zaštiti ulaganja u vrijednosne papire (*Securities Investor Protection Act - SIPA*) iz 1970. godine. Taj je zakon uveo poseban stečajni postupak za brokerska društva pod nazivom "*SIPA liquidation*", koji se razlikuje od standardnog stečajnog postupka koji je reguliran Glavom VII. Stečajnog zakona SAD-a.¹³⁷⁷ Naime, kada je brokersko društvo nesposobno za plaćanje ili se nad njime otvori stečajni postupak klijenti tog društva imaju osigurane tražbine do 500.000 USD po klijentu.

No EU ulagatelji nisu ulagali izravno u BLMIS već u EU UCITS fondove koji su "hranili" njegovo društvo. Zbog toga je njima osporen status klijenta (privilegiranog vjerovnika) i nisu mogli ostvariti svoje zahtjeve u stečajnom postupku. Zbog toga su EU ulagatelji tužili EU depozitare UCITS fondova u koje su ulagali pred sudovima SAD-a, ali i pred sudovima država članica EU-a. Sudovi SAD-a uglavnom su te tužbe ocijenili nedopustivima jer su smatrali da SAD pravosuđe nije prikladan forum za raspravljanje o tužbama EU ulagatelja protiv EU banaka (*forum non conveniens*).

1375 Čl. 228. st. a. ZOIFJP. Također vidi čl. 22. st. 2. t. 1. Pravilnika o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda.

1376 ZOIFJP regulira ovu složenu strukturu ulaganja u dijelu XII. Pod naslovom "Glavni i napajajući fond".

1377 Osnovna razlika između likvidacije prema Bankruptcy Code i likvidacije prema SIPA-i jest da je povjerenik prema Bankruptcy Code ovlašten "pretvarati" financijske instrumente u novčana sredstva što je prije moguće, uz određene izuzetke i tako podijeliti imovinu. S druge strane, povjerenik SIPC-a je obavezan raspodijeliti financijske instrumente svojim klijentima. Prema tome, SIPA-u je cilj očuvati portfelj ulagatelja, i time očuvati vrijednost financijskih instrumenata što se postiže da se umjesto novca, kada je god to moguće, klijentima daju financijski instrumenti. Vidi više na: United States Courts, <http://www.uscourts.gov/FederalCourts/Bankruptcy/BankruptcyBasics/SIPA.aspx> (posjet 10. rujna 2013.).

No stečajni upravitelj BLMIS-a u međuvremenu je te iste EU depozitare u SAD-u uspješno utužio radi povrata koristi stečenih u ilegalnoj Ponzijevoj shemi. To su, tzv. "claw back" actions protiv onih ulagatelja u Ponzijevu shemu koji su zbog svoje pozicije u shemi ostvarili najveću korist (tzv. *Early Ponzi winners*). Radi se o osobama koje su zaradile na shemi ili povukle svoj novac iz sheme prije nego što je došlo do njezina urušavanja. Između ostalog tim se tužbama traži povrat donacija, a posebno provizija banaka koje su obavljale neku servisnu uslugu za investicijsku shemu, a trebale su znati da je ona nezakonita. EU ulagatelji su se nadali da će u parnicama pokrenutim protiv depozitara EU *feeder* fondova pred sudovima država članica EU-a, uspjeti s tužbenim zahtjevima za povrat imovine fonda prije nego što EU depozitari budu prisiljeni vratiti koristi koje su stekli kao rani dobitnici Ponzijeve sheme, a to su svojstvo imali jer su u SAD-u bili Madoffovi pružatelji usluga (*service providers*).

5.3.3. Objava promjene u prospektu i u ključnim informacijama za ulagatelje

Čl. 229. ZOIFJP-a zahtijeva da se okolnost delegacije učini vidljivom u prospektu i u ključnim informacijama za ulagatelje. U oba dokumenta moraju se navesti podaci koji se odnose na **ugovore sklopljene između depozitara i trećih osoba** koji mogu utjecati na njihovu odgovornost prema ulagateljima. Kako ti ugovori mogu biti podvrgnuti **mjerodavnom pravu** koje se razlikuje od prava matične države UCITS fonda, ulagateljima treba skrenuti pozornost na to da mjerodavno pravo može imati drukčije standarde odgovornosti (pod)depozitara.

Depozitar i njegov poddepozitar mogu sklopiti izričiti sporazum o **prijenosu odgovornosti s depozitara na treću osobu**. Tom bi rješenju mogli pribjeći u situaciji kada depozitar zapravo nema realnu mogućnost izbora adekvatnog poddepozitara. On mora radi prisilnih propisa treće države dati u potpohranu imovinu UCITS fonda (npr. jer je "lokalizirana" u toj trećoj državi) lokalnom subjektu koji ne ispunjava opće uvjete delegacije. U tom slučaju se svjesno ulazi u povećani rizik gubitka imovine UCITS fonda. Tada ZOIFJP omogućuje depozitaru da se oslobodi od odgovornosti prema društvu za upravljanje i ulagateljima, ali se mora kumulativno ispuniti nekoliko uvjeta.¹³⁷⁸

Kao prvo, i prospekt i pravila UCITS fonda moraju **izrijekom omogućiti takvo oslobođenje od odgovornosti**, a ulagatelji moraju **prije ulaganja** biti uredno informirani o takvom oslobođenju od odgovornosti i o okolnostima koje ga opravdavaju.¹³⁷⁹ U pisanom sporazumu sklopljenom između društva za upravljanje i depozitara izričito mora biti dopušteno takvo oslobođenje od odgovornosti.¹³⁸⁰ Posljedica depozitareva oslobođenja od odgovornosti je da će društvo za upravljanje (ili ulagatelji) morati svoje zahtjeve s naslova naknade štete podnositi **izravno protiv lokalnog**

1378 Čl. 220. st. 4. ZOIFJP.

1379 Čl. 220. st. 4. t. b. ZOIFJP.

1380 Čl. 220. st. 4. t. d. ZOIFJP.

subjekta. Zbog toga će, naravno, društvo za upravljanje imati veće troškove zaštite prava koja pripadaju zasebnoj imovini UCITS fonda, danoj u pohranu poddepozitaru. Smatramo da zahtjev za naknadu štete prema lokalnom subjektu može obuhvatiti i zahtjeve za naknadu štete nastale zbog gubitka imovine dane u potpohranu kod lokalnog subjekta, ali i zbog propuštanja drugih obveza vezanih uz pohranu (šteta nastala zbog neadekvatnog načina obavljanja poslova pohrane, propuštanje poduzimanja odgovarajućih mjera zaštite pohranjene imovine i sl.).¹³⁸¹

Čl. 229. t. 2. ZOIFJP-a zahtijeva da se u prospektu i u ključnim informacijama za ulagatelje učini vidljivim i **opis rizika koje delegiranje funkcije depozitara može imati na imovinu UCITS fonda**, osobito u slučaju neispunjenja i/ili neurednog ispunjenja obveze te propusta poddepozitara. Jedan od rizika svakako je rizik primjene nekog drugog mjerodavnog obveznog prava ili prava kojim se uređuje tržište vrijednosnih papira, čiji pravni standardi odgovornosti ne idu u prilog zaštite ulagatelja. Tu se ubraja i rizik povećanih troškova ostvarenja pravne zaštite zasebne imovine koja se upravlja izravno prema poddepozitaru, odnosno ostvaruje pred sudovima njegove jurisdikcije. Rizik se povećava i ako lokalni subjekt padne pod stečaj, jer tada treba uzeti u obzir i propise stečajnog prava.

6. Promjena depozitara

S obzirom na važnost uloge depozitara u UCITS fondovima, promjena na strani depozitara zahtijeva posebnu pozornost zakonodavca kako bi se zaštitili interesi ostalih subjekata investicijskog trokuta, a posebice ulagatelja čiju imovinu depozitar i pohranjuje. Do promjene depozitara može doći na temelju upravnih akata HANFE ili voljom ugovornih strana ugovora o obavljanju poslova depozitara, tj. društva za upravljanje i depozitara.

6.1. Promjene depozitara do kojih dolazi temeljem upravnih akata HANFE

6.1.1. Oduzimanje suglasnosti HANFE na izbor depozitara

Temeljno je pravilo da depozitar, iako ga izabire društvo za upravljanje mora imati suglasnost HANFE. No, HANFA ima ovlast oduzeti već danu suglasnost na izbor depozitara u zakonom navedenim slučajevima.¹³⁸² **Lista razloga je taksativna.** Jedan od razloga je ako je suglasnost izdana na temelju neistinitih, netočnih podataka ili podataka koji dovode u zabludu,

¹³⁸¹ Čl. 218. st. 3. ZOIFJP.

¹³⁸² Prema čl. 235. st. 2. ZPOIFJP-a HANFA je ovlaštena pravilnikom propisati način postupanja društva za upravljanje i depozitara kada je depozitaru oduzeto odobrenje za rad, odnosno suglasnost na izbor depozitara.

Raniji depozitar je **dužan svu imovinu UCITS fonda prenijeti na pohranu i administriranje novom depozitaru** s kojim društvo za upravljanje zaključi ugovor o obavljanju poslova depozitara, pri čemu mora predati i knjige računa, evidencije i sve druge dokumente i materijale bitne za poslovanje UCITS fonda za koji je do tada obavljao poslove depozitara, i to bilo u pisanom ili elektroničkom obliku, ovisno o načinu vođenja naznačenih podataka.¹⁴⁰³

7. Odgovornost depozitara

Ako depozitar ne obavlja navedene dužnosti na ugovoreni, odnosno propisani način, on je odgovoran za štetu društvu za upravljanje fondom, ali i ulagateljima. Za neke od tih povreda može i prekršajno odgovarati, pa je tu iskazana dvostruka razina njegove odgovornosti. Odgovornost prema društvu za upravljanje i ulagateljima je građanskopravna odgovornost koja je ili ugovorna ili izvanugovorna, koja može biti subjektivna ili objektivna.

Kako depozitar često obavlja i ulogu prodajnog agenta udjela fondova, također se postavlja pitanje može li depozitar (su)odgovarati za neistinit i/ili nepotpun prospect s obzirom na to da i on distribuira "kontaminirani" prospekt. Postavlja se i pitanje može li depozitar ograničiti ili isključiti svoju odgovornost, te postoji li mogućnost ograničenja / isključenja odgovornosti depozitara za osobu kojoj je delegirao neke od svojih zadaća. Zbog složenosti odnosa u investicijskom trokutu (najčešće s prekograničnim elementom) te uključenosti depozitara u ostvarivanje tog posla ne samo kao depozitara nego i kao prodajnog agenta, prilikom podizanja tužbe radi utvrđenja odgovornosti depozitara pojavljuju se brojni procesni prijepori – od pitanja aktivne legitimacije, supstanciranja tužbe, kvalitete suparničarstva te druga od kojih neka mogu biti od presudnog značenja za ishod spora. Jedno od najbitnijih pitanja procesne strategije pri vođenju ovih sporova svakako je supstanciranje tužbe, stoga je u slučaju nesigurnosti bolje odabrati objektivnu (eventualnu) kumulaciju tužbenih zahtjeva.

7.1. Uređenje odgovornosti i odnos prema legislativnim uzorima

Odgovornost depozitara uređuju čl. 220. i čl. 223. ZOIFJP-a, dok čl. 224. ZOIFJP-a uređuje pitanje ostvarivanja (imovinskopravnih) zahtjeva depozitara i prema depozitaru.

Rješenja ZOIFJP-a imaju svoje legislativno uporište u čl. 24. UCITS-u IV, koji je važeći propis za UCITS fondove. No, kako je reformirano EU zakonodavstvo primjenjivo na alternativne (tzv. ne-UCITS) fondove, odnosno AIFM Direktiva, usvojilo strože kriterije odgovornosti depozitara, u djelatnosti upravljanja investicijskim fondovima se na taj način dogodila nelogična podvojenost – za depozitare fondova koji su oblikovani za profesionalne ulagatelje (koji su u stanju preuzeti veći investicijski rizik), usvojena su stroža pravila odgovornosti nego za depozitare fondova obli-

¹⁴⁰³ Čl. 232. ZOIFJP.

kovanih za male ulagatelje (UCITS fondovi). Zbog neujednačenih standarda u ta dva tržišna segmenta pristupilo se izmjeni UCITS-a, pa već sada postoji prijedlog za donošenje UCITS V Direktive. Sve te legislativne promjene uzete su u obzir pri donošenju ZOIFJP-a.

Prema čl. 24. UCITS IV Direktive depozitar odgovara prema nacionalnom pravu države članice koja je domicilna država UCITS fonda. On odgovara za štetu koja nastane kao posljedica neopravdanog neispunjenja ili nepravilnog ispunjenja obveza depozitara (*unjustifiable failure to perform or improper performance*). Prema čl. 24. st. 1. UCITS IV Direktive depozitar odgovara društvu za upravljanje i imateljima udjela investicijskog fonda, a tko je ovlašten tužiti ga (društvo za upravljanje ili ulagatelji) ovisi o pravnoj naravi odnosa između depozitara, društva za upravljanje i imatelja udjela. Odgovornost se procjenjuje prema nacionalnom pravu države članice koja je domicilna država fonda.¹⁴⁰⁴

Stečajevi depozitara i onih koji u pohrani drže imovinu UCITS fondova ili alternativnih investicijskih fondova, otvorili su pitanje u kojoj mjeri ulagatelji moraju snositi rizik kada su u pitanju usluge depozitara.¹⁴⁰⁵

S obzirom na to da je u čl. 24. UCITS IV Direktive postavljen tek opći regulatorni okvir odgovornosti depozitara, propisi država članica (i sudska praksa koja ih tumači) imaju različita rješenja glede osnova i opsega te odgovornosti,¹⁴⁰⁶ o čemu najjasnije svjedoči recentni slučaj Madoff, gdje su se ulagatelji suočavali s različitim kriterijima odgovornosti pred različitim jurisdikcijama.¹⁴⁰⁷ To naravno ima za posljedicu da ulagatelji, u odnosu na depozitara, uživaju različitu razinu zaštite u državama članicama EU-a, što je suprotno cilju harmonizacije UCITS zakonodavstva. U praksi se iznimno važnim pokazalo pitanje na koji način depozitar odgovara za rad osobe kojoj je delegirao poslove pohrane zasebne imovine fonda. Budući da se u portfelju UCITS fonda mogu nalaziti financijski instrumenti podvrgnuti različitom mjerodavnom pravu, a to pravo može sadržavati prisilni propis prema kojem se taj financijski instrument mora držati u pohrani kod lokalnih skrbnika, delegacija poslova pohrane ponekad je i nužna, a ne samo korisna. Stoga je jedno od prijepornih pitanja odgovornosti depozitara i pitanje uvjeta dopustivosti delegacije i pripadajuće odgovornosti depozitara u tim slučajevima.

Novo hrvatsko zakonodavstvo koje se odnosi na investicijske fondove reguliralo je UCITS fondove ZOIFJP-om, a alternativne fondove ZAIF-om. Izrada ovih zakonodavnih akata tekla je usporedno. ZAIF je tom prigodom

1404 To znači da će se za UCITS fondove čije je osnivanje odobrila HANFA primjenjivati ZOIFJP.

1405 Working document of the Commission services (DG Markt), Consultation paper on the UCITS depositary function, 15. 09. 2009., str. 1, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/ucits/consultation_paper_en.pdf, (posjet 01. travnja 2013.).

1406 Vidi u: Committee of European Securities Regulators, Mapping of duties and liabilities of UCITS desitaries, CESR/09-175, January 2010., http://www.esma.europa.eu/system/files/10_175.pdf (posjet 09. svibnja 2013.).

1407 Vidi još u Glavi V., pod točkom 8. ove knjige.

usklađen s AIFM Direktivom, a pri izradi ZOIFJP-a uzeta su u obzir rješenja ne samo iz važeće UCITS IV Direktive, već i rješenja iz prijedloga UCITS V Direktive, imajući u vidu da se donošenju UCITS V Direktive prišlo između ostalog i zbog usklađivanja regulatornih standarda UCITS IV i AIFM Direktive. AIFM Direktiva za alternativne fondove uvela je strože standarde odgovornosti depozitara, pa je UCITS IV Direktivu trebalo s time uskladiti.

Stoga je jasnije definirana obveza pohrane zasebne imovine fonda koja je primarna obveza depozitara, a koji se do sada neujednačeno tumačio u državama članicama. Iako se na prvi pogled obveza depozitara da pohranjuje imovinu fonda čini dovoljno određenom, različiti financijski instrumenti od kojih je ta imovina sastavljena iziskuju različite načine pohrane, što utječe i na odgovornost depozitara. Pitanjem uređenja načina pohrane bavi se čl. 217. ZOIFJP-a. Iz tog propisa proizlazi da je pohrana viši rodni pojam od skrbništva, i da nisu sve kategorije imovine podobne biti u skrbništvu (*custody*). U odnosu na one kategorije imovine koje depozitar ne drži u skrbništvu, isti ima obvezu provjere i potvrde imovine UCITS fonda (*asset monitoring*). Ovu okolnost treba uzeti u obzir pri utvrđivanju odgovornosti.

7.2. Osnova odgovornosti depozitara

S obzirom na ulogu depozitara u investicijskom poslu, potrebno je razlikovati odnos depozitara i njegovu građanskopravnu (ugovornu ili izvanugovornu) odgovornost prema društvu za upravljanje i ulagateljima, od prekršajne odgovornosti zbog povrede propisa javnog prava čiju primjenu nadzire HANFA, te koja može u sklopu svojih nadzornih ovlasti izricati određene nadzorne mjere i pokretati prekršajne postupaka protiv depozitara. Na tu dvostruku - javnopravnu i privatnopravnu komponentu njegove odgovornosti ukazuje se i usporednom pravu.¹⁴⁰⁸

7.2.1. Prekršajna odgovornost depozitara

Depozitar obavlja poslove depozitara temeljem ugovora o obavljanju poslova depozitara sklopljenog s društvom za upravljanje (čl. 213. st. 3. ZOIFJP). Na depozitara se primjenjuju i prisilni propisi ZOIFJP-a čiju primjenu nadzire HANFA.

Iako HANFA provodi nadzor nad svim subjektima investicijskog posla, u ovom slučaju, nadzor nad depozitarom dijeli s HNB-om.¹⁴⁰⁹ Iako je investicijski posao pravni posao privatnog prava, javnopravni interes vezan uz ove djelatnosti iznimno je naglašen i u komparativnim pravnim sustavima i na razini EU-a. Banke kod kojih se imovina fonda nalazi u

1408 Tako se i u njemačkom pravu primjenjuje, tzv. teorija "Lehre von der "Doppelnatur" ili "Doppelnormen" na odredbe kojima se uređuje položaj depozitara i društva za upravljanje u investicijskom poslu. Vidi: Lang, N., Doppelnormen im Recht der Finanzdienstleistungen, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 4, 2004, 289-295.

1409 Čl. 354. st. 5. ZOIFJP.

pohrani, mogu zbog transakcija s imovinom fonda, koje poduzima društvo za upravljanje i same postati prekomjerno izložene, što nije prihvatljivo jer može ugroziti stabilnost financijskog sustava. Zbog toga se ovim pitanjima od financijske krize 2008. godine posvećuje iznimna pozornost. Stoga se kao ciljevi nadzora nad svim subjektima investicijskog posla navode provjera zakonitosti i procjena stabilnosti njihova poslovanja, a sve radi zaštite interesa ulagatelja i javnog interesa.¹⁴¹⁰

U okviru nadzora, **HANFA je ovlaštena depozitaru izricati sljedeće mjere:** davati preporuke upravi depozitara, izricati opomenu, nalagati otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti, te oduzeti već izdanu suglasnost na izbor depozitara.¹⁴¹¹

Također, HANFA je ovlaštena pokretati i prekršajne postupke protiv depozitara. Zamjetno je da se opis bića većine prekršajnih djela prema ZOIFJP-u preklapa s povredama depozitara prema društvu za upravljanje ili ulagateljima na privatnopravnoj razini. Tako je, primjerice, u teže prekršaje svrstana povreda depozitara ako ne pohranjuje imovinu UCITS fonda u skladu s odredbama ZOIFJP-a,¹⁴¹² ako delegira svoje poslove na treće osobe protivno odredbama ZOIFJP-a¹⁴¹³ i drugo.

Novčane kazne zbog počinjenih prekršaja isplaćuju u korist proračuna RH. To ne dira u pravo ulagatelja i društva za upravljanje da zahtijevaju naknadu štete prema depozitaru s osnova građanskopravne odgovornosti. Stoga depozitar za istu povredu može kumulativno odgovarati: na temelju podnesene prekršajne prijave HANFE, odnosno na temelju tužbe za naknadu štete koje podiže društvo za upravljanje za svoj ili za račun ulagatelja ili ulagatelji izravno.

7.2.2. Građanskopravna odgovornost depozitara

Odgovornost za štetu može imati svoju osnovu u ugovoru ili na temelju zakona. U prvom će se slučaju raditi o ugovornoj, a u drugome o izvanugovornoj odgovornosti. U poslu ulaganja u investicijske fondove, između društva za upravljanje i depozitara postoji ugovor o obavljanju poslova depozitara. Odgovornost depozitara prema društvu za upravljanje je ugovorna odgovornost na temelju pretpostavljene krivnje (subjektivna odgovornost).¹⁴¹⁴ Depozitar ne sklapa ugovor s ulagateljima, pa se postavlja

1410 Čl. 323. st. 2. ZOIFJP.

1411 Čl. 356. st. 1. ZOIFJP.

1412 Čl. 380. st. 1. t. 9. ZOIFJP.

1413 Čl. 380. st. 1. t. 13. ZOIFJP.

1414 S obzirom na to da ZOIFJP ne predviđa da će depozitar odgovarati objektivno za povredu ugovora o obavljanju poslova depozitara prema društvu za upravljanje, primjenjivat će se opće pravilo odštetnog prava, a to je da se predmnijeva subjektivna odgovornost na temelju pretpostavljene krivnje (čl. 1045. ZOO).

pitanje osnove odgovornosti depozitara prema ulagateljima s obzirom na to da zakonodavac izrijeком propisuje - depozitar odgovara i društvu za upravljanje i ulagateljima za pričinjenu štetu.¹⁴¹⁵

Depozitar obavlja poslove depozitara temeljem ugovora o obavljanju poslova depozitara sklopljenog s društvom za upravljanje (čl. 213. st. 3. ZOIFJP). No, na depozitara se izravno primjenjuju prisilni propisi ZOIFJP-a neovisno o tome jesu li spomenuti ugovorom. Kako su prisilni propisi vrlo zastupljeni u tom dijelu ZOIFJP-a, sloboda ugovaranja između društva za upravljanje i depozitara je ograničena.

Glavni razlog uključivanja depozitara u investicijski trokut je skrb o interesima ulagatelja, što ZOIFJP posebno naglašava.¹⁴¹⁶ U okviru toga, **temeljna je obveza depozitara da pohranjuje zasebnu imovinu UCITS fonda i drži ju na odvojenim računima,**¹⁴¹⁷ te druge obveze koje su izrijeком predviđene ZOIFJP-om.

S obzirom na to da depozitar ne sklapa ugovor s ulagateljima ne može se govoriti o ugovornoj odgovornosti depozitara prema ulagateljima. Prekrši li depozitar neku od odredbi ZOIFJP-a kojima oštećuje ulagatelje, njegova će se odgovornost temeljiti na zakonu, što znači da će se raditi o izvanugovornoj odgovornosti za štetu.¹⁴¹⁸

Također se postavlja pitanje, s obzirom na to da su depozitari **najčešće i prodajni agenti udjela UCITS fondova**, postoji li eventualno i njihova odgovornost iz prospekta jer su kao prodajni agenti dio prodajnog (distribucijskog) lanca pri nuđenju udjela tog fonda. Naime, pored društva za upravljanje, udjele UCITS fonda mogu nuditi i druge fizičke ili pravne osobe, i to na temelju sklopljenog ugovora s društvom za upravljanje,¹⁴¹⁹ uz dužnu obavijest HANFI o svakom tako sklopljenom ugovoru,¹⁴²⁰ gdje ih ZOIFJP jasno određuje kao prodajne zastupnike društva za upravljanje.¹⁴²¹ Iako čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a spominje depozitarev propust u obavljanju nekih zadaća protivno prospektu UCITS fonda, smatramo da time zakonodavac ne govori o depozitarevoj odgovornosti iz prospekta (u situaciji kada bi depozitar djelovao kao prodajni zastupnik društva za upravljanje).

1415 Vidi čl. 220. st. 1. i čl. 223. st. 1. ZOIFJP-a.

1416 Vidi čl. 213. st. 8 ZOIFJP-a.

1417 Čl. 215. ZOIFJP.

1418 Tako se i u njemačkome pravu smatra da se pravni odnos između depozitara i ulagatelja temelji na zakonu, a ne ugovoru, tj. da postoji "gesetzliche Schuldverhältnisse". Vidi: Canaris. C-W., Bankvertragsrecht, op. cit., str. 1247 Rbr 2464; Köndgen, J., Schmies, C. M. A., § 113 Investmentgeschäft, op. cit., str. 1484, Rbr 133.

1419 Čl. 154. st. 1. ZOIFJP.

1420 Čl. 155. st. 2. ZOIFJP.

1421 Čl. 155. st. 1. ZOIFJP.

Tomu u prilog govori činjenica da se Direktiva o prospektu pri javnoj ponudi,¹⁴²² unutar koje se uređuje minimalni krug odgovornih osoba iz prospekta, ne primjenjuje na otvorene investicijske fondove (čl. 1 st. 2. t. a. Direktive o prospektu). U našem pravu ova je direktiva implementirana ZTK-om pri čemu je identificiran i krug odgovornih osoba. No, u čl. 342. st. 1. t. 1. ZTK-a stoji da se odredbe te glave (koja uređuje prospekt pri javnoj ponudi) ne primjenjuju na "udjele u subjektima za zajednička ulaganja koji nisu zatvorenog tipa". Tako je isključena mogućnost primjene ZTK-a na otvorene investicijske fondove javnom ponudom.

Valja naglasiti da se propis o krugu odgovornih osoba ne bi mogao mehanički primijeniti zbog toga što struktura investicijskog posla odudara od emisijskog posla, koji je predmet uređenja ZTK-om. Također, čl. 175. ZOIFJP-a (kao *lex specialis*) utvrđuje odgovornost društva za upravljanje (na temelju pretpostavljene krivnje) za istinitost i potpunost podataka sadržanih u prospektu, ali i u ostalim objavama i obavijestima koje je inače dužno izrađivati. UCITS IV Direktiva ne propisuje krug odgovornih osoba, niti vrstu odgovornosti (ugovorna, izvanugovorna ili *culpa in contrahendo*). Iako je hrvatski zakonodavac izričito odredio da društvo za upravljanje odgovara na temelju pretpostavljene krivnje (čl. 175. st. 1. i st. 2. ZOIFJP), odgovornost iz prospekta može biti samo izvanugovorna jer je pravno gledano prospekt tek poziv na stavljanje ponude.

U odredbama ZOIFJP-a kojima se uređuje odgovornost iz prospekta, predviđa se jedino odgovornost društva za upravljanje, i to za nepotpun ili neistinit prospekt, te općenito za točnost i istinitost informacija sadržanih u dokumentima, obavijestima i drugim objavama koje se tiču UCITS fonda (čl. 175. st. 1. ZOIFJP).

Nadalje, valja ispitati odgovara li depozitar ulagateljima kada nastupa u svojstvu zastupnika društva za upravljanje temeljem neke druge pravne osnove. Naime, kada depozitar djeluje kao zastupnik društva za upravljanje, on ne ulazi u ugovorni odnos s ulagateljem. S obzirom na to da tu **depozitar djeluje u ime i za račun društva za upravljanje**, stranke ugovora o ulaganju su i dalje društvo za upravljanje i ulagatelj.¹⁴²³ Tako će depozitar kao zastupnik odgovarati društvu za upravljanje ako pri zastupanju povrijedi neku od svojih obveza prema trećima ili prema društvu za upravljanje.¹⁴²⁴

ZOIFJP nije predvidio odgovornost iz prospekta osobe koja bi nudila udjele UCITS fonda u svoje ime. Prema našem pravu udjele domaćih UCITS fondova ovlašteno je nuditi samo društvo za upravljanje.¹⁴²⁵ Zastupnici djeluju samo u ime i za račun društva za upravljanje. Komisijski posao nuđenja udjela UCITS fonda u svoje ime, a za račun društva za upravljanje nije dopušteno prema našem pravu, ali jest prema njemačkom pravu, pa onda postoji i odgovornost iz prospekta, ako ta osoba u svoje ime nudi udjele UCITS fonda (§ 306 KAGB).

Međutim, iako depozitar nije u ugovornoj vezi s ulagateljem kada nastupa kao zastupnik društva za upravljanje i nudi udjele UCITS fonda,

1422 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, *OJ L 345, 31.12.2003, 64–89*.

1423 Vidi čl. 309. st. 1. ZOO-a.

1424 Vidi čl. 157. t. 5. ZOIFJP-a.

1425 Vidi čl. 129. ZOIFJP-a.

ipak će odgovarati ulagateljima na temelju samog ZOIFJP-a ako propusti ispuniti koju od obveza koje je dužan izvršiti kao zastupnik društva za upravljanje. Tu će se ponovno raditi o **izvanugovornoj odgovornosti depozitara prema ulagateljima (na temelju pretpostavljene krivnje)**. Obveze depozitara kao zastupnika prema ulagateljima jasno su naznačene u čl. 157. ZOIFJP-a. Tako je depozitar dužan ulagateljima osigurati dostupnost svih relevantnih dokumenata što posebno uključuje prospekt, u oglašavanju koristiti isključivo one dokumente koje je odobrilo društvo za upravljanje, pravodobno prosljeđivati zahtjeve za stjecanje udjela, ne smije davati lažne ili zavaravajuće podatke ulagateljima, a posebno se ističu obveze depozitara, tj. osoba koje nude udjele UCITS fonda da upozna ulagatelja o isplaćenom iznosu provizije i od kuda je naplatio tu proviziju (postotak ulazne naknade u fond, od godišnje naknade za upravljanje društva za upravljanje ili kao postotak izlazne naknade iz fonda). Također je dužan upoznati ulagatelja nudi li udjele samo jednog društva za upravljanje ili od više njih. Depozitar, tj. sve osobe koje nude udjele UCITS fonda za povredu ovih obveza prema ulagateljima mogu odgovarati i prekršajno, te podliježu novčanim sankcijama.¹⁴²⁶

7.3. Utjecaj vrste imovine i načina njezine pohrane na odgovornost depozitara

Ovisno o tome drži li depozitar određenu imovinu UCITS fonda u svom skrbništvu i tako ostvaruje nad njom najviši stupanj kontrole ili samo vodi evidenciju o njoj, te provjerava i potvrđuje nalazi li se ona u vlasništvu ulagatelja, ovisi i odgovor hoće li depozitar odgovarati za gubitak tih financijskih instrumenata na temelju objektivne odgovornosti ili ne.

7.3.1. Objektivna odgovornost depozitara i ekskulpacijski razlozi

Osnovna zadaća depozitara jest da djeluje u interesu ulagatelja što posebice dolazi do izražaja pri obavljanju pohrane zasebne imovine UCITS fonda. To je moguće samo ako ima kontrolu nad zasebnom imovinom UCITS fonda, a opravdano je da se uz stupanj njegove kontrole nad tom imovinom vezuje vrsta i stupanj njegove odgovornosti. Potreba uvođenja strože odgovornosti depozitara kada se izgubi zasebna imovina UCITS fonda nad kojom depozitar ima kontrolu, na razini EU-a pojavila se nakon predmeta *Lehman Brothers* (u domeni alternativnih investicijskih fondova) i financijskog skandala *Madoff* (u domeni UCITS fondova).¹⁴²⁷

¹⁴²⁶ Čl. 379. st. 1. ZOIFJP-a.

¹⁴²⁷ Vidi ukratko u: Borens, P., Aeschlimann, L. et al., *Life after Lehman and Madoff*, *International Financial Law Review*, 28, 2009, 77-80.

treba ići u dva pravca. Jedan je pravac olakšati operativno procesuiranje ovih parnica. Drugi je pravac usvajanje rješenja koje će ići k većoj pravnoj sigurnosti i suzbijanju eventualnih zlouporaba, posebno u onim segmentima gdje je u parnici potrebno da presuda djeluje unutar proširenih subjektivnih granica pravomoćnosti.

Na operativno tehničkoj razini *de lege ferenda* trebalo bi urediti nekoliko pitanja: kako osigurati obavještavanje drugih udjelničara o parnici, o čijem trošku i na koji način. ZOIFJP ne propisuje obvezu obavještavanja drugih ulagatelja o parnicama koje se eventualno vode protiv društva za upravljanje ili depozitara, a taj vid procesne pomoći potencijalnim suparničarima ne daje niti parnični sud. Ulagatelj koji obavijesti društvo za upravljanje o okolnostima zbog kojih bi ono trebalo tužiti depozitara može u toj obavijesti zahtijevati od društva za upravljanje da ih ono obavijesti o tome, ali društvo za upravljanje nema obvezu to učiniti. Naravno da se otklanjanje takva obavještavanja može tumačiti na štetu društva za upravljanje.

Iako će se, vjerujemo, u skupo parničenje upustiti samo oni ulagatelji koji su u stanju pravnički stručno orkestrirati niz procesnih radnji, moguće je da se u parnicu upusti i ulagatelj koji ne raspolaže s dovoljno znanja i/ili sredstava, pa zbog toga ili zbog odabira pogrešne procesne strategije ne uspije dokazati elemente odštetne odgovornosti depozitara. Strana sudska praksa vrvi tim primjerima. Presuda kojom se meritorno odbije tužba prema depozitaru (zbog proširenih subjektivnih granica pravomoćnosti) morala bi djelovati prema svim udjelničarima, a ne samo prema onome koji je podnio tužbu. Zbog toga je nužno da se s druge strane uspostavi određeni procesni mehanizam kojim bi tim ulagateljima bila dana mogućnost da se pridruže tužitelju, a da bi to mogli, oni moraju biti obaviješteni. Jedno od mogućih rješenja je da se za te objave koristi internetska stranica društva za upravljanje i depozitara.¹⁵⁰⁰

8. Utjecaj financijskog skandala Madoff na uređenje odgovornosti depozitara

Krajem 2008. godine na financijskom tržištu SAD-a i Europe snažno je odjeknuo, tzv. **Madoff skandal** izazvavši val parnica pred sudovima SAD-a i europskih država. Ono što je naizgled odavalo dojam "pametnog ulaganja" pokazalo se kao vješto izvedena financijska prijevarena u koju nisu bili uvučeni samo profesionalni ulagatelji, već i oni koji su ulagali u UCITS fondove. Subjekti investicijskog posla iskoristili su mogućnost delegacije stvarivši situaciju kojom se krše pravila o neovisnom depozitaru i razdvojenosti uloga depozitara i društva za upravljanje. Nakon otkrića prijeverare fondovi su obustavili otkup udjela i nedugo nakon toga su

¹⁵⁰⁰ Čl. 60. st. 1. t. 13. te st. 2. ZOIFJP-a.

likvidirani. Brojni ulagatelji kojima je time uzrokovana šteta pred sudovima različitih jurisdikcija zahtjevali su obeštećenje. Ta im je mogućnost uskraćena u okviru stečajnog postupka koji se vodio nad Madoffovim investicijskim društvom, kao i u parnicama koje su pokrenuli protiv depozitara fondova u SAD-u, a istu su sudbinu doživjele i sudske nagodbe koje su pred istim sudovima pokušali sklopiti s depozitarima. Stoga se parnična aktivnost ulagatelja usmjerila na sudove država članica EU-a, što je otvorilo brojna pitanja koja su navela europskog zakonodavca da pristupi izmjeni odredaba o depozitaru u okviru **prijedloga UCITS V Direktive**.

8.1. Madoffov *modus operandi* i UCITS fondovi

Bernard L. Madoff bio je poznat i uspješan američki market maker,¹⁵⁰¹ investicijski savjetnik, broker i jedan od osnivača NASDAQ-a.¹⁵⁰² Njegovo je investicijsko društvo *Bernard L. Madoff Investment Securities (BLMIS) Ltd* čak i u vrijeme kolapsa tržišta hipoteka ostvarivalo veoma dobre prinose koje je Madoff objašnjavao korištenjem, tzv. "*splite stike conversion*" ulagateljske strategije.¹⁵⁰³ Ipak, nakon njegova priznanja u prosincu 2008. godine, uhićenja i kaznenog postupka okončanog presudom kojom je proglašen krivim za 11 kaznenih djela¹⁵⁰⁴ i osuđen na 150 godina zatvora, postalo

1501 *Market maker* potiče likvidnost dionica na način da svakodnevno u određenom rasponu daje naloge za kupnju i prodaju izabranih dionica (čak i kad na tržištu nema drugih kupaca i/ili prodavatelja) kako bi zaradio na razlici u cijeni. ZTK koristi izraz održavatelj tržišta (čl. 3. st. 1. t. 9.) i definira kao "osobu koja neprekidno djeluje na tržištu financijskih instrumenata te je spremna trgovati za vlastiti račun, kupnjom i prodajom financijskih instrumenata, po cijenama koje sama odredi, koristeći vlastiti kapital."

1502 Početkom 70-ih godina 20. stoljeća američki regulator tržišta financijskih instrumenata – SEC (Securities and Exchange Commission) pokušavao je razbiti monopol NYSE (New York Stock Exchange) i AMEX-a (American Stock Exchange), potičući Madoffa i ostale u kreiranju trećeg tržišta za trgovanje *over-the-counter* financijskim instrumentima malih kompanija. Tako je 1971. godine osnovan NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), kao do tada prvo elektroničko tržište te kasnije i prvo mjesto trgovanja koje je počelo trgovati online. S vremenom postao je drugo najveće mjesto trgovanja u svijetu.

1503 Metoda uključuje kupnju 35 do 50 dionica iz Standard&Poor's Indeksa koji prezentira 100 najvećih kompanija čijim se dionicama trguje na tržištu. Kada je tržište u uzlaznom trendu, Madoff je tvrdio da je trgovao s opcijskim ugovorima (u smislu zaštite portfelja), a kada bi tržište išlo u silaznom trendu, napustio bi tržište i kupovao američke obveznice. Naravno, nikad nije obznanio svoje izračune koji su upućivali na to kada treba kupiti ili prodati određene instrumente, smatrajući takve informacije tajnima.

1504 Kaznene optužbe uključivale su cijeli niz kaznenih djela koja podrazumijevaju organizaciju složene i dugotrajne financijske malverzacije kao što su prijevara s vrijednosnim papirima i u investicijskom savjetovanju, *mail fraud*, *wire fraud*, pranje novca, lažno svjedočenje... Vidi na mrežnim stranicama: The United States Attorney's Office, Southern District of New York, <http://www.justice.gov/usao/nys/madoff.html> (posjet 10. travnja 2012.). Madoff je u kaznenom postupku osuđen na kaznu zatvora od 150 godina i njegova je imovina zaplijenjena.

je jasno kako Madoff zapravo nikad nije ulagao novac svojih klijenata. Naprotiv, koristio je novac kojeg su uplatili novi klijenti kako bi isplatio zahtjeve ranijih (tzv. *Ponzi shema*). Ključni savjetnici Madoffa su *ex post* analizom kretanja na tržištu kreirali fiktivni portfelj "najboljih dionica", a za "transakcije" naplaćivali brokersku proviziju. Nakon što bi kreirao fiktivni portfelj i "izvršio" fiktivne transakcije, koristio je program koji je automatski distribuirao "prinose" ulagateljima. Na kraju svakog tromjesečja BLMIS je stvarno ulagao u obveznice trezora SAD-a kako bi otklonio sumnju na prijevaru.

Kako bi održavao prijevarnu shemu, Madoff je trebao stalan priljev novih ulaganja. Stoga je svoje usluge počeo pružati *hedge fondovima*¹⁵⁰⁵ i isplaćivati velike provizije menadžerima tih fondova. S vremenom je isto učinio i s UCITS fondovima, no kako ti fondovi daju svojim ulagateljima pravo na svakodobni otkup udjela, smatra se da je upravo "suradnja" s UCITS fondovima (uz financijsku krizu) pridonijela bržem raspadu prijevarne Ponzi sheme. Kako su neki investicijski fondovi gotovo cijelu svoju imovinu "uložili" u Madoffovo investicijsko društvo BLMIS te tako "hranili" njegovu prijevarnu shemu, ponekad ih se naziva, tzv. *Madoff feeder fondovima*.

Primjer takvih fondova su **luksemburški Luxalpha fond**¹⁵⁰⁶ i **irski Thema International Fund plc**,¹⁵⁰⁷ oba osnovana kao UCITS fondovi u obliku dioničkog društva s varijabilnim kapitalom (SICAV) koji su svoje dionice nudili ulagateljima u cijeloj Europi. Menadžeri tih fondova delegirali su svoje ovlasti Madoffovom BLMIS-u, dok su mu depozitari istih fondova delegirali svoje ovlasti skrbništva. Tako su se zahvaljujući **dvostruko** **delegaciji** u jednoj osobi stekle i funkcija fond menadžera i funkcija depozitara. O svemu tome nije bilo govora u prospektima fondova, niti su o toj okolnosti obaviještena nadležna nadzorna tijela u državama članicama u kojima su nuđene dionice tih fondova.

U predmetu **Luxalphe** do takvog je stanja došlo postupno. Iako je još UCITS I Direktiva zabranjivala da društvo za upravljanje i depozitar budu ista osoba, luksemburški Zakon o investicijskim fondovima iz 1988. g. (koji je trasponirao odredbe iste direktive)

1505 *Hedge* fondovi su manje regulirani, naplaćuju više naknade te su obično dostupni samo profesionalnim ulagateljima. Razlog tome je što su neki od njih vrlo rizični jer uključuju "agresivne" investicijske politike i zauzimanje više spekulativnih pozicija u financijskim derivatima.

1506 Madoff je putem društva Access International Advisors LLC koje je u New Yorku osnovao s dva francuska investicijska bankara kreirao desetak *feeder* fondova, među kojima i Luxalpha SICAV fond.

1507 Njegov osnivač i prvo društvo za upravljanje bilo je Thema Asset Management Limited, društvo sa sjedištem na Britanskim Djevičanskim Otocima koje je tijekom 2007. i 2008. godine djelovalo kao njegov distributer, dok je u istom razdoblju ulogu društva za upravljanje preuzela Bank Medici AG. Ulogu depozitara obnašalo je jedno od društava iz HSBC grupacije – HSBC International Trust Services (Ireland) Limited (HTIE).

nije sadržavao takvu odredbu, već je ona unesena tek Zakonom o investicijskim fondovima iz 2002. godine. Tako je u početku gotovo sve funkcije vezane uz Luxalphu (društvo za upravljanje, depozitar, glavni isplatni agent i distributer udjela) obnašala banka UBS SA sa sjedištem u Luksemburgu. Ta je banka, u svojstvu menadžera fonda sklopila s BLMIS-om ugovor kojim ga je ovlastila da trguje vrijednosnim papirima i opcijama koji su činili gotovo cjelokupnu imovinu fonda te istovremeno s društvom koje je surađivalo s Madoffom (*Access International Advisors LLC*) sklopila ugovor o savjetovanju pri strukturiranju portfelja (*Portfolio Advisory Agreement*). U svojstvu depozitara, ista je banka sklopila s BLMIS-om ugovor o davanju imovine fonda u potpohranu (*Sub-custodian Agreement*). Tako je većinu funkcija zapravo obavljao Madoff.

Prijelazne odredbe Zakona iz 2002. godine (čl. 134.) davale su mogućnost investicijskim fondovima osnovanima prije 2002. da ostanu podvrgnuti Zakonu iz 1988. sve do 2007. godine, od kada i za njih stupa na snagu "novi" režim, što je između ostalog značilo i razdvajanje uloga depozitara i društva za upravljanje. Luxalpha je iskoristila tu mogućnost te tek 2006. razdvojila uloge depozitara i društva za upravljanje.¹⁵⁰⁸ S Madoffovim društvom i AIA LLC obnovljeni su gore navedeni ugovori, a ostali su na snazi i 2008. godine kada je došlo do promjene menadžera fonda (*Access Management Luxembourg SA*), no bez navoda o tome u prospektu.

Tako je naizgled uravnotežen sustav ulaganja u UCITS fondove postao središnji poligon Ponzi sheme, a paravan društvima za upravljanje i depozitarima predbivalo se da su zbog snažnog financijskog interesa namjerno previdjeli evidentne znakove prijevare.¹⁵⁰⁹ Smatra se kako je posebice zakazala uloga **neovisnog depozitara** i to kroz mogućnost **delegacije**.¹⁵¹⁰

1508 UBS SA je zadržao ulogu depozitara i glavnog isplatnog agenta, dok je kao menadžer fonda imenovana njegova društvo kćerka (UBS Third Party Management Company).

1509 Stečajni upravitelj BLMIS-a smatra kako je postojalo niz okolnosti koje su upućivale na prijevaru. Naime, BLMIS je navodno trgovao derivatima vrijednosnih papira u tako velikim omjerima da su navedeni često prelazili obim dnevnih izvješća o trgovanju derivatima svjetske razmjene, a BLMIS-ova računovodstvena izvješća ponekad su iskazivala transakcije vrijednosnim papirima po cijeni izvan dnevnog raspona cijena. Također, Madoff je inzistirao da djeluje kao vlastiti skrbnik te je s obzirom na ugled i obim posla imao neadekvatne revizore. Uz to, BLMIS je odbio dati svojim ulagateljima svakovremeni pristup na njihov račun – umjesto toga je dan nakon navodnog trgovanja slao klijentima pisane potvrde o provedenim transakcijama što je značajan odmak od uobičajene prakse u toj branši. Jedna od zanimljivih okolnosti je da je BLMIS ulagao milijarde dolara bez da je ikada uzrokovao uočljive pomake u cijenama ili poremećaje likvidnosti na tržištu. O indikatorima prijevara, vidi više: Picard v. HSBC Bank PLC (S. D. New York, 2011), str. 14. – 16.

1510 Mogućnost delegacije skrbništva spominje se još u UCITS I Direktivi, koja naglašava kako odgovornost depozitara ostaje ista i u slučaju delegacije skrbništva nekoj trećoj osobi (čl. 7. st. 2.). Ipak, čak niti u UCITS IV Direktivi nema govora o tome pod kojim uvjetima i kojim osobama bi se obavljanje poslova čuvanja imovine fonda moglo prepustiti. Stoga Prijedlog UCITS V Direktive postavlja uvjete delegacije koje je naš zakonodavac (iako Direktiva još nije donesena niti stupila na snagu) implementirao čl. 226. ZOIFJP-a.

8.2. Nemogućnost namirenja EU ulagatelja pred sudovima SAD-a

Nakon otkrića prijevare, američki i europski ulagatelji pretrpili su velike gubitke te je nad BLMIS-om i Madoffom kao fizičkom osobom otvoren stečajni postupak. Kako je BLMIS bilo registrirano brokersko društvo te (počevši s 2006. godinom) i investicijski savjetnik,¹⁵¹¹ ono je bilo član SIPC-a - društva za zaštitu ulagatelja u vrijednosne papire (*Securities Investor Protection Corporation*) koje u pravu SAD-a ima funkciju koju u RH ima Fond za zaštitu ulagatelja.¹⁵¹² Stoga je na njim otvoren **poseban stečajni postupak za brokerska društva** pod nazivom "*SIPA liquidation*" koji se razlikuje od standardnog stečajnog postupka koji je reguliran Glavom VII. Stečajnog zakona SAD-a.¹⁵¹³ Naime, ako je brokersko društvo nesposobno za plaćanje ili se nad njime otvori stečajni postupak klijenti tog društva imaju osigurane tražbine do 500.000 USD po klijentu. Ostatak se namiruje u redovnom stečajnom postupku. Ipak, takvu zaštitu imali su samo (izravni) klijenti BLMIS-a. Kako EU ulagatelji nisu ulagali izravno u BLMIS, već u tzv. Madoff *feeder* fondove, njih se smatralo **neizravnim klijentima** te zbog toga nisu mogli ostvariti svoje zahtjeve niti kroz SIPA niti kroz redovni stečajni postupak.¹⁵¹⁴

U međuvremenu je stečajni upravitelj BLMIS-a u SAD-u tužio investicijske fondove i njihove depozitare radi povrata koristi koje su stekli sudjelovanjem u Ponzijevoj shemi, pobijajući pravne radnje poduzete u određeno vrijeme prije Madoffova uhićenja (**tzv. claw back actions**).¹⁵¹⁵ Uz to, tražio je naknadu štete (uključujući i tzv. *punitive damages*) navevši

1511 Madoff je dugo vremena uspješno izbjegavao registrirati BLMIS i kao investicijskog savjetnika, oslanjajući se na iznimku prema kojoj su se savjetodavne usluge mogle pružati do 15 klijenata bez obveze izvještavanja SEC-a, pri čemu se 1 fond tretirao kao 1 klijent.

1512 Fond za zaštitu ulagatelja reguliran je čl. 222. – 246. ZTK-a. SIPC je osnovan Zakonom o zaštiti ulaganja u vrijednosne papire (*Securities Investor Protection Actom – SIPA* (P. L. 113-36)) iz 1970. godine.

1513 Bitna razlika tih dvaju postupaka jest da stečajni upravitelj u stečajnom postupku treba unovčiti financijske instrumente te (s iznimkom vrijednosnih papira na ime) distribuirati novčane iznose vjerovnicima stečajne mase. SIPA upravitelj, s druge strane je dužan u najvećoj mogućoj mjeri distribuirati vrijednosne papire klijentima, kao i tzv. "*customer property*" te isplatiti preostali novac SIPIC fonda. SIPA nastoji sačuvati portfelj ulagatelja kakav je i bio u vrijeme početka SIPA postupka. Vidi više na stranici, United States Courts, SIPA, <http://www.uscourts.gov/FederalCourts/Bankruptcy/BankruptcyBasics/SIPA.aspx> (posjet 16. srpnja 2013.).

1514 Kruse et al., v. Securities Investor Protection Corp et al (2nd U.S. Circuit Court of Appeals, Nos. 12-410, 12-437, 12-483 and 12-529., 2012), <http://www.madofftrustee.com/document/dockets/002881-bricklayersbrief12-410docket122.pdf> (posjet 14. ožujka 2013.).

1515 Stečajni upravitelj podigao je tužbe protiv onih ulagatelja u Ponzijevu shemu koji su zbog svoje pozicije u shemi ostvarili najveću korist (tzv. *Early Ponzi winners*). Radi se o osobama koje su zaradile na shemi ili povukle svoj novac iz sheme prije nego što je došlo do njezina urušavanja.

da su navedeni subjekti zbog svog povlaštenog položaja u prijevornoj shemi, ignorirali znakove koji su im kao stručnjacima u investicijskom poslu ukazivali na moguću prijevaru i potrebu korištenja povećane pažnje te takvim ponašanjem pripomogli ostvarenju prijevarne (tzv. *common law claims*).¹⁵¹⁶ Ti su zahtjevi za naknadu štete pred američkim sudovima odbijeni, zbog nedostatka aktivne legitimacije stečajnog upravitelja (doktrina *in pari delicto*).¹⁵¹⁷

Europski ulagatelji pokrenuli su niz parnica protiv depozitara i fondova i pred sudovima država članica EU-a i pred **sudovima SAD-a**. Kako je u to vrijeme ishod parnica koje je pokrenuo stečajni upravitelj bio neizvjesan, ulagatelji su se nadali da će uspjeti s tužbenim zahtjevima za povrat imovine fonda prije nego što će EU depozitari eventualno biti prisiljeni vratiti koristi koje su stekli kao tzv. rani dobitnici Ponzijeve sheme. Nekoliko je čimbenika pridonijelo tomu što su se odlučili ostvariti to svoje pravo pred sudovima SAD-a. Naime, u određenom su razdoblju sudovi SAD-a ekstrateritorijalno primjenjivali antiprijevarne odredbe iz *Securities Exchange Act* (1934.). Dodatna pogodnost za ulagatelje jest *class action* po načelu *opt out* u kombinaciji s potencijalno visokim dosudama naknade štete zbog, tzv. *punitive damages*.

Securities Exchange Act sadrži pravilo 10 (b) 5 koje smjera zaštititi ulagatelja u vrijednosne papire zabranjujući određene forme prijevornih ponašanja. Iako u istom zakonu ne postoji odredba iz koje bi se moglo zaključiti kako to pravilo djeluje ekstrateritorijalno, američki su sudovi proširivali primjenu navedene zaštitne odredbe, primjenjujući ju ako je prijevarno ponašanje koje je izravno uzrokovalo štetu poduzeto u SAD-u (*conduct test*) ili ako je prijevara imala učinak u SAD-u (*effect test*).¹⁵¹⁸ Zbog takve široke primjene takva je odredba bila znana kao "*catch-all antifraud provision*". Čak je u rijetkim situacijama zahvaćala i tzv. *f-cubed* (*foreign-cubed*) tužbe u kojima strani tužitelj/ulagatelj tuži stranog izdavatelja u vezi s vrijednosnim papirima kojima se trgovalo na stranom mjestu trgovanja.

1516 Temelj zahtjeva bilo je neopravdano bogaćenje, kršenje fiducijarne dužnosti, pomaćanje i održavanje prijevarne, nemarno postupanje.

1517 Prvostupanjska presuda: *Picard v. HSBC Bank PLC* (S. D. N. Y., 2011), od 28. srpanj 2011., <http://www.ft.com/intl/cms/35d0de1a-ba23-11e0-b7a9-00144feabdc0.pdf> (posjet 20. travnja 2013.). Drugostupanjska presuda: *In re: Bernard L. Madoff Investment Securities, Picard v. JP Morgan Chase & Co.*, 11-5044; *Picard v. Egger*, 11-5051; *Picard v. UniCredit Bank Austria AG*, 11-5175; *Picard v. HSBC Bank PLC*, 11-5207, donesena 20. lipnja 2013., <http://www.courthousenews.com/home/OpenAppellateOpinion.aspx?OpinionStatusID=74416>, (posjet 22. srpnja 2013.).

1518 Ovo posljednje obično je dolazilo u obzir kada bi se radilo o američkim ulagateljima (bez obzira na to je li do transakcije došlo na američkom tržištu i radi li se o američkim ili stranim izdavateljima vrijednosnih papira) ili određenom učinku na američko tržište vrijednosnih papira.

Ipak, nakon presude *Morrison vs National Australia Bank*¹⁵¹⁹ iz 2010. godine, takvo ekstenzivno tumačenje navedene odredbe je napušteno. Vrhovni sud SAD-a nije primjenio niti *conduct* niti *effect test*. Štoviše, naglasio je da ako navedeni Zakon nema izričitu odredbu prema kojoj bi se antiprijevarna odredba primjenjivala ekstrateritorijalno, presumira se da se primjenjuje samo na transakcije s vrijednosnim papirima koji su uvršteni na domaće tržište, odnosno da se primjenjuje samo na domaće transakcije s ostalim vrijednosnim papirima (*transactional test*). U skladu s tim presedanom, kasnijom presudom¹⁵²⁰ je utvrđeno da se navedena odredba ne primjenjuje ekstrateritorijalno čak niti kada se radi o ulagatelju iz SAD-a, što sprječava ulagatelje iz SAD-a da tuže strane izdavatelje u SAD-u.

Vezano uz kolektivne mehanizme zaštite, iako je Europi stran koncept američkog tipa *class action*, određene europske države upoznate su s načelom zaštite kolektivnih prava i to tzv. kolektivnim tužbama. Pri izgradnji sustava kolektivnih tužbi, europske su države odlučno odbacile neke američke elemente koje su smatrale neprihvatljivima zbog svoje pravne tradicije.

Kako se radilo većinom o neameričkim ulagateljima, depozitarima i fondovima koji svojim udjelima trguju diljem Europe te je jedina poveznica s SAD-om Madoffova prijevara, sudovi SAD-a uglavnom su te tužbe ocijenili nedopustivima, jer su smatrali da SAD pravosuđe nije prikladan forum za raspravljanje (*forum non conveniens*).

Jednu od takvih parnica pokrenuli su **ulagatelji Thema fonda**.¹⁵²¹ Odlučujući o primjeni doktrine *forum non conveniens* sud je zaključio kako tužiteljev izbor foruma (Okružni sud SAD-a Južnog okruga New Yorka) predstavlja *forum shopping*, i da je poduzet kako bi se postigla taktička prednost koja proizlazi iz okolnosti koje idu u korist tužitelju.¹⁵²² No i da nema *forum shoppinga*, sud je smatrao da i dalje ne postoji osnova za uspostavu nadležno-

1519 United States Court of Appeals for the Second Circuit, 2010, <http://www.supremecourt.gov/opinions/09pdf/08-1191.pdf> (posjet 01. lipnja 2013.). Radilo se o tuženoj australskoj banci koju su tužili njezini dioničari u vezi s dionicama kojima se trgovalo u Australiji i drugim stranim tržištima. Izjave rukovodećih osoba banke bile su zavaravajuće i to zbog netočnih računovodstvenih postupaka koje je primjenila jedna od američkih podružnica Australske banke.

1520 *In re Societe Generale securities litigation* (S. D. N. Y. Sep. 29, 2010).

1521 Na aktivnoj strani postojala su tri tužitelja – Neville Seymour Davis, državljanin Velike Britanije s prebivalištem u Francuskoj, Repex Ventures S.A., društvo sa sjedištem u Britanskim Djevičanskim Otcima i Shmuel Cabilly, državljanin Izraela, pri čemu je svatko od njih bio *lead claimant* grupe tužbe neameričkih ulagatelja (*class action*). Navedeni neamerički tužitelji pokrenuli su parnični postupak pred američkim sudom usmjeren protiv fondova (pravne osobe) i njihovih direktora, administratora fondova, depozitara, fond menadžera, revizora i drugih osoba koje su djelovale kao (financijski) savjetnici ulagatelja. Presuda *In re Herald, Primeo, and Thema securities litigation* (S. D. N. Y. Nov. 29, 2011), od 29. studenog 2011., http://securities.stanford.edu/1042/_01/2011128_r01x_0900289.pdf (posjet 22. srpnja 2013.). Ostali tuženi fondovi bili su Herald fondovi ("Herald SPC" i "Herald Lux") sa sjedištem na Kajmanskim Otcima i Luksemburgu te Primeo fondovi (Primeo Select Fund i Primeo Executive Fund) sa sjedištem na Kajmanskim otocima.

1522 Okolnosti koje su navele sud da smatra te tužbe *forum shoppingom* su (između ostalog): mogućnost korištenja grupnih tužbi (*class action*), uobičajeno veće dosude naknade štete, izbjegavanje nadležnosti stranih sudova u kojima strana koja izgubi spor plaća troškove postupka te velika vjerojatnost da će porota u New Yorku biti nesklona tuženicima iz postupaka vezanih uz Madoffa.

sti suda SAD-a, pri čemu se pozvao na odluke dvaju sudova SAD-a, koji su u parnicama koje su pokrenuli neamerički tužitelji (ulagatelji u inozemne *Madoffove feeder fondove*), odbacili tužbe po istoj osnovi.¹⁵²³ Sud je zaključio da je Irska prikladniji forumi od foruma SAD-a.¹⁵²⁴

Kako su tužitelji bili svjesni mogućnosti odbacivanja tužbe zbog neprikladnog foruma, paralelno su pregovarali o **sklapanju nagodbe**. Jedan od njih uspio je postići sporazum s tuženicima iz HSBC grupacije te je prije donošenja navedenog odbačaja tužbe zahtijevao od suda da odobri nagodbu. No, tuženici su zatražili da se irski sud očituje o pitanju koje će učinke nagodba sklopljena pred sudom u SAD-u imati na započete postupke (parnice) pred irskim sudom,¹⁵²⁵ a koja se predvidivo trebala izvršiti u Irskoj. S obzirom na to da je navedena nagodba bila sastavljena na način da obvezuje i one ulagatelje koji su se izjasnili kao članovi grupe i one koji se nisu izjasnili o tom pitanju (*opt out*),¹⁵²⁶ irski sud je potonji razlog ocijenio prijepornim pri podnošenju zahtjeva za priznanje iste nagodbe u Irskoj. Naime, čak i u slučaju da irski sud u postupcima koji se vode u Irskoj utvrdi kako ulagatelji nemaju pravo na individualnu tužbu prema depozitaru, njima i dalje ostaje mogućnost da namire svoje tražbine prema fondu ako fond uspije sa svojim zahtjevima prema depozitaru, o čemu se pred irskim sudom tek raspravlja. Sud SAD-a je odbio potvrditi nagodbu zbog toga jer nije pravedna, razumna niti adekvatna.¹⁵²⁷

8.3. Parnični postupci pred sudovima država članica EU-a

Nakon nekoliko neuspješnih pokušaja pred sudovima SAD-a, europski ulagatelji pokrenuli su parnice pred sudovima država članica EU. Te su parnice u središte zanimanja stavile nekoliko zanimljivih pitanja. Postupak pred luksemburškim sudom ukazao je na pitanje izravne tužbe ulagatelja

1523 Banco Santander Sec.-Optimal Litig. (S.D. Fla. 2010); Inversiones Mar Octava Limitada v. Banco Santander S.A. (11th Cir. Aug. 30, 2011); Erausquin v. Notz, Stucki Mgmt. (Bermuda) Ltd. (S.D.N.Y. 2011); Anwar v. Fairfield Greenwich Ltd. (S.D.N.Y. 2010).

1524 U analizi javnih interesa sud je naveo potrebu izbjegavanja teškoća pri primjeni stranog prava te naglasio kako bi suđenje u SAD-u stvaralo nepotreban teret poroti da odlučuje u stvarima koje se ne tiču njezine zajednice, dok Irska i Luksemburg imaju nedvojbeno značajan interes suditi u navedenim sporovima jer su fondovi i financijske institucije osnovane i djeluju prema njihovom pravu. Istovremeno ne postoji pravi interes SAD-a da se pred sudom SAD-a vodi parnica u kojoj su tužbe podnijeli strani dioničari koji su ulagali u strane fondove protiv stranih tuženika. U pogledu privatnih interesa, sud je utvrdio kako postoje brojni čimbenici koji bi postupak učinili nepotrebno dugotrajnim i skupim ako bi se odvijao pred američkim sudom (prikupljanje dokaza, dovođenje svjedoka...).

1525 Pred irskim sudom samo do studenog 2009. godine dioničari Thema fonda pokrenuli su 40-ak postupaka protiv depozitara fonda ili protiv depozitara fonda i samoga fonda.

1526 O modelima *opt in* i *opt out* grupnih tužbi dioničara prema uvrštenim društvima vidi komparativno: Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Recent developments in judicial settlement of disputes involving mass shareholder claims towards listed companies: Global, European and Croatian perspective, op. cit.

1527 U ponovljenom pokušaju jednog od tužitelja (Davis) i tuženika HBSC grupe, da im sud odobri izmijenjenu nagodbu, u prosincu 2011. sud SAD-a zaključio je kako nema temelja niti za preispitivanje nove nagodbe, jer bi se to kosilo s njegovim ranijim zaključkom da je *on forum non conveniens*.

prema depozitaru, kao i različitosti tog prava s obzirom na oblik u kojem je fond osnovan. Materijalno-pravno, uočene su razlike u nacionalnim zakonodavstvima država članica u pogledu dužnosti koje se nameću depozitarima (pogotovo u okviru delegacije), ali i režimima odgovornosti depozitara. Pri tom su uočena dijametralno suprotna stajališta francuskog i luksemburškog zakonodavca, koja su se potvrdila i u sudskoj praksi (koja u Francuskoj datira i prije Madoffa). Prekogranično nuđenje udjela fondova navelo je ulagatelje da osim podnošenja tužbi pred sudovima sjedišta fonda, odnosno prema sjedištu tuženika pokreću parnice i pred onim sudovima po kriteriju mjesta nastanka štete. Stoga se u procesnom pravnom smislu kao prijeporno pojavilo pitanje uspostave nadležnosti. Pri tom se ulagatelji u svojim zahtjevima nisu ograničili samo na utvrđivanje odgovornosti banaka u njihovoj ulozi depozitara, već i u njihovoj ulozi prodajnog agenta, pozivajući se na odgovornost iz perspektiva i davanje netočnih informacija.

8.3.1. Parnice pred luksemburškim sudovima

Luksemburški zakonodavac implementirao je odredbe UCITS Direktive u Loi du 20 décembre 2002. i Circulaire IML 91/75.¹⁵²⁸ I dok spomenuti zakon vjerno prenosi odredbe UCITS Direktive, Circulaire IML 91/75 pobliže određuje ulogu depozitara, no drugačije no što to čini francuski zakonodavac. Dužnost skrbništva, kao jedna od glavnih obveza depozitara, **ne bi se trebala shvatiti kao u smislu čuvanja** (*conservation*), **već u smislu nadzora** (*monitoring*), što znači da bi depozitar u svakom trenutku trebao znati "na koji način je imovina fonda uložena te gdje i kako je moguće raspolagati imovinom fonda (*where and how these assets are available*, fr. *comment ces actifs sont disponibles*).¹⁵²⁹ Ta odredba zapravo transformira dužnost pohrane imovine u obvezu nadzora, dok UCITS Direktiva nadzornu funkciju smatra posebnom funkcijom koja postoji pored funkcije čuvanja imovine fonda. Ako dođe do delegacije obveze čuvanja imovine fonda, depozitar i dalje ostaje odgovoran (čl. 17(4), 34(2) luksemburškog zakona), no smatra se da je depozitar ispunio svoju obvezu ukoliko je treća osoba kojoj je delegirao svoju dužnost dobrog ugleda, sposobna i posjeduje dovoljna sredstva kako bi mogla obavljati delegirane joj dužnosti.¹⁵³⁰ Drugim riječima, depozitar pri delegaciji odgovara samo za izbor poddepozitara, no ne i za njegov rad. Također, u kontekstu delegacije, na osobi koja trpi štetu jest teret dokaza da depozitar nije pravilno obavio svoju nadzornu dužnost kao i uzročne veze.¹⁵³¹ Takvo shvaćanje odgovornosti depozitara odudara od

1528 Loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif et modifiant la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, Memorial A No. 151. Circulaire IML 91/75, telle que modifiée par la Circulaire CSSF 05/177, le 21. Janvier 1991.

1529 Circulaire IML 91/75, op. cit., str. 24.

1530 Circulaire IML 91/75, op. cit., str. 29.

1531 Circulaire IML 91/75, op. cit., str. 28.

francuskog koncepta odgovornosti te se naziva *obligation of means*.

Navedeno rješenje bilo je oštro kritizirano kao suprotno konceptu zaštite ulagatelja UCITS fondova, s obzirom na to da je teret dokaza na ulagatelju. Neki su autori smatrali da bi koncept zaštite ulagatelja podrazumijevao da je teret dokaza na depozitaru ili bi trebalo prihvatiti francuski model odgovornosti (*obligation of result*).¹⁵³² Luksemburg je tako bio prozvan da svoje fond tržište gradi temeljem elastičnih pravila koja u konačnici ne daju željenu zaštitu ulagateljima,¹⁵³³ što je posebno osjetljivo pitanje s obzirom na to da su u luksemburške fondove ulagali i francuski ulagatelji koji bi inače (prema francuskom pravu) uživali veći stupanj zaštite. Istovremeno, niti francuska rješenja nisu bila imuna na kritike. Dio francuske doktrine navodio je kako su francuski propisi tumačeni preširoko što šteti razvoju francuske fondovske industrije smanjujući njezinu konkurentnost na europskom tržištu.¹⁵³⁴ Unutar EU-a započele su rasprave o potrebi promjene UCITS-a. Europska komisija 26. siječnja 2009. odlučila je ispitati način implementacije UCITS direktive u nacionalna prava država članica posebice u kontekstu odgovornosti depozitara.¹⁵³⁵

Iako UCITS Direktiva nastoji svim ulagateljima UCITS fondova pružiti jednaku razinu zaštite, luksemburški slučaj Luxalphe ukazao je na različite stupnjeve (procesne) zaštite s obzirom na to radi li se o fondu osnovanom bez pravne osobnosti ili u SICAV obliku. U presudi luksemburškog Okružnog suda iz 2010.¹⁵³⁶ sud je raspravljao o aktivnoj legitimaciji dioničara fonda Luxalpha SICAV u odnosu na depozitnu banku UBS.

1532 Riassetto, I., *Delegation et gestion collective*, 2009, 1-16, <http://www.philippelaw.eu/UploadDirectory/UserFiles/files/Compte-rendu%20-%20DELEGATION%20ET%20GESTION%20COLLECTIVE.pdf> (posjet 15. ožujka 2013.), str. 12.

1533 Vidi općenito na: [Intellasia.net](http://www.intellasia.net), <http://www.intellasia.net/> (01. ožujka 2013.).

1534 Maffei, A., *Controverse autour des obligations du depositaire*, *Revue de droit Bancaire et Financier*, 1, 2011, 46-54, http://www.de-pardieu.com/web/content/download/783/6193/file/110200_Revue%20droit%20bancaire%20et%20financier_Controverse%20autour%20des%20obligations%20du%20d%C3%A9positaire_AM.pdf (posjet 15. ožujka 2013.), str. 48. i 52.

1535 Bundesverband Investment und Asset Management e.V., *Consultation Paper on Proposals for the Review Panel Work Plan (CESR/09-088)*, op. cit. Vidi isto: *Role of the Depositary Bank*, *Flash News*, 5. lipanj 2009, <http://www.pwc.lu/en/asset-management/docs/pwc-depositary-bank-050609.pdf> (posjet 01. travnja 2012.).

1536 *Unnamed Petitioner v. UBS S. A., UBS Third Party Management Co. S. A., UBS Fund Services S. A., UBS A. G.* (121 258); *Ernst & Young S. A. v. LuxAlpha SICAV*, Alain Rukavina and Paul Laplume (125 283); *UBS S. A., UBS Third Party Management Co. S. A., UBS Fund Services S. A., UBS S. G. v. LuxAlpha SICAV*, Alain Rukavina and Paul LaPlume (125 482). Vidi više u: Corbett, C., *Luxembourg Court Rejects Lawsuit Brought by Investors in Defunct Luxembourg Hedge Fund LuxAlpha SICAV Against UBS and Ernst&Young in Connection with Madoff Scandal*; *The Hedge Fund Law Report Offers Exclusive English-Language Translation of Court Opinion*, *Hedge Law Report*, 25.3.2010., <http://www.cicilycorbett.com/articles/LuxFinal.pdf> (posjet 01. studenoga 2013.).

Ulagatelj Luxalphe kupio je dionice fonda koje su, prema službenim izvješćima fonda Luxalpha, do Madoffova uhićenja vrijedile oko 1,5 milijun eura, a nakon otkrića prijevare potpuno su izgubile na vrijednosti. Dioničar je podnio tužbu protiv depozitne banke UBS, dok su tuženi tvrdili kako ulagatelji nemaju pravo na direktne tužbe protiv depozitara ako se radi o fondu osnovanom u SICAV obliku. Naime, dvije su odredbe (i u UCITS direktivi i u luksemburškom zakonu) koje reguliraju sporno pitanje.¹⁵³⁷ Jedna se tiče fondova koji nemaju pravnu osobnost, a druga koji su osnovani u obliku SICAV-a. Prva odredba Direktive utvrđuje kako ulagatelji mogu pozvati depozitara na odgovornost izravno ili neizravno, s obzirom na narav odnosa subjekata investicijskog posla (društva za upravljanje, depozitara i ulagatelja), dok korespondentna odredba luksemburškog zakona pruža ulagateljima supsidijarno pravo na direktnu tužbu protiv depozitara. Ako društvo za upravljanje u roku od tri mjeseca od zahtjeva ulagatelja propusti tužiti depozitnu banku, to pravo tada imaju ulagatelji.¹⁵³⁸ S druge strane, Direktiva navodi kako u slučaju da je **fond osnovan kao pravna osoba**, depozitar će biti odgovoran ulagateljima prema nacionalnom pravu države u kojoj je fond osnovan. Korespondentna odredba luksemburškog zakona navodi kako je depozitar odgovoran, u skladu s luksemburškim pravom, ulagateljima za svu štetu koja nastane uslijed njegovih propusta u izvršavanju svojih dužnosti. Dok su ulagatelji tvrdili kako im posljednja odredba daje pravo na izravnu tužbu protiv depozitara, tuženici su tvrdili kako ona samo utvrđuje postojanje materijalnopravne odgovornosti depozitara te kako se ona mora tumačiti u svjetlu prava društava. Sud se složio s argumentacijom tuženika naglasio kako, s obzirom na to da se radi o fondu osnovanom u obliku pravne osobe (SICAV), **dioničari nemaju pravo zahtijevati naknadu štete od treće osobe, ako se radi o istoj šteti koju je pretrpilo i samo društvo**. U ovom slučaju sud je zahtijevao od dioničara da dokaže da je pretrpio štetu koja je različita od one koju je pretrpila Luxalpha.

Nakon te presude, javila se potreba za ujednačavanjem položaja ulagatelja koji ulažu u UCITS fondove bez pravne osobnosti i onih koji ulažu u fondove s pravnom osobnošću. Zbog toga je prijedlog UCITS V Direktive naglasio važnost pružanja iste razine zaštite, bez obzira na to u kojem je obliku fond osnovan (čl. 24. st. 5. i recital 23). Iako zakonodavstvo RH ne predviđa osnivanje UCITS fondova u obliku pravne osobe, treba upozoriti kako ulagatelji u RH, zbog odredbi o prekograničnom nuđenju udjela i europskoj putovnici fonda i društva za upravljanje, mogu postati ulagatelji takvih fondova, pa onda imaju i očekivanja zaštite svojih prava u mjeri u kojoj im je to pravo priznato u nas.

1537 Luksemburški Zakon sadrži dvije odredbe koje reguliraju odgovornost depozitara (čl. 19. i čl. 36.), a koje su rezultat implementacije korespondentnih odredaba UCITS I Direktive (čl. 9. i čl. 16.). Zakon dostupan na: <http://www.legilux.public.lu/leg/a/archives/2002/0151/a151.pdf#page=2> (posjet 1. travnja 2013.).

1538 Čl. 19. st. 2. luksemburškog zakona o investicijskim fondovima iz 2002. godine.

8.3.2. Parnice pred francuskim sudovima

U Francuskoj, UCITS Direktiva implementirana je odredbama Monetarnog i financijskog zakonika (MFZ)¹⁵³⁹ i Općom uredbom AMF-a (AMF RG).¹⁵⁴⁰ Depozitar je odgovoran za pohranu imovine fonda (čl. L214-26 MFZ) i mora vratiti financijske instrumente unešene u njegove knjige (čl. 322-4, 3 AMF RG). Također postoji mogućnost delegacije skrbništva trećoj osobi sklapanjem ugovora koji bi depozitaru trebao omogućiti izvršavanje nadzora nad trećom osobom (poddepozitarom) (čl. L323-14 AMF RG). U svakom slučaju, odgovornost depozitara ostaje ista i u slučaju delegacije. Dodatno, depozitar ima dodatnu obvezu stalne kontrole nad aktivnostima društva za upravljanje, ali se ona odnosi na kontrolu zakonitosti, a ne ocjenu oportuniteti investicijske odluke koju donosi društvo za upravljanje. U analizi navedenih odredbi postavlja se pitanje o kakvoj se obvezi vraćanja (u slučaju gubitka imovine fonda) radi, odnosno postoji li objektivna ili subjektivna odgovornost depozitara te postoji li mogućnost ekskulpacije.

Još i prije eskalacije financijskog skandala Madoff francuska sudska praksa razvila je vrlo strogo poimanje odgovornosti depozitara. U tom smislu naročito je indikativna odluka francuskog suda donesena u postupku proizašlom iz **Lehman Brothers skandala**, a koji se tiče ulaganja u alternativne investicijske fondove. Ona potvrđuje režim **stroge odgovornosti depozitara** (tzv. *obligation of result, obligation de résultat*). Naime, presuda navodi kako depozitar ima "čak i ako je delegirao svoje dužnosti, apsolutnu i neposrednu obvezu vraćanja imovine." Sud se u tom kontekstu pozvao na javni poredak koji "smjera zaštititi štednje uložene u financijske instrumente kao i ostalih ulaganja proizišlih iz javnih ponuda... te dobrom funkcioniranju financijskog tržišta." U istom slučaju žalbeni sud je čak došao do zaključka da "u nedostatku odredbe u Monetarnom i financijskom zakoniku koja bi dala mogućnosti ugovorne derogacije obveze depozitara da vrati imovinu koja mu je povjerena na čuvanje, eventualan ugovor sklopljen u tom smislu ne bi dopuštao da se depozitar oslobodi svoje obveze."

U **tri gore spomenute presude** vezane uz Lehman Brothers skandal koje je donio pariški apelacijski sud od 8. travnja 2009.,¹⁵⁴¹ po prvi puta su provjeravani kriteriji odgovornosti depozitara za radnje i propuste poddepozitara. Iako je u francuskom pravu prihvaćen koncept odgovornosti depozitara za radnje i propuste osoba kojima je delegirala izvršenje određenih funkcija, propisi nadzornog tijela dopuštaju podijeljenu odgovornost depozitara i ulagatelja ako je riječ o fondu u koji ulažu kvalificirani ulagatelji. Ordonansa br. 2008 – 1081 od 23. 10. 2008 i Dekret br. 2008-1312 od 12. 12. 2008. dopuštaju za pojedine vrste (alternativnih) fondova isključenje/ograničenje odgovornosti depozitara za radnje poddepozitara. Radi se o propisima koji su doneseni nakon što su depozitari zahtijevali da se ograniči njihova odgovornost u situacijama kada alternativni fondovi odaberu, tzv.

1539 Code Monétaire et Financier.

1540 Reglement general de l'AMF (dernière modification: 4. 3. 2013.). AMF je francuski regulator tržišta kapitala.

1541 La Cour d'appel de Paris, Order 2008/22218 of 8 April 2009; La Cour d'appel de Paris, Order 2008/22085 of 8 April 2009; La Cour d'appel de Paris, Order 2008/22106 of 8 April 2009. Vidi: Autorité des Marchés Financiers (AMF), News Release, Paris, 8. April 2009, http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/fd3d2f17-9a88-4dd8-b183-9164a3cbf52f_en_1.0_rendition (posjet 01. rujna 2013.).

prime brokers, koji djeluju ujedno i kao poddepozitari. Novi članci L.214-34-1- i D.214-28-1 Monetarnog i financijskog zakonika dopuštaju depozitarima alternativnih fondova da u ugovoru koji sklapaju s društvom za upravljanje ograniče svoju odgovornost za radnje poddepozitara u svezi s imovinom koju drži taj poddepozitar. Takvo ograničenje nije prema francuskom pravu moguće za investicijske fondove javnom ponudom, odnosno one koji se nalaze unutar polja primjene UCITS IV.

U prvom¹⁵⁴² od tri predmeta francuski *hedge* fond (*Day Trade Leverage, ARIA EL*), odnosno njegovo društvo za upravljanje *Day Trade Asset Management* imenovalo je Lehman Brothers International (Europe), kao svoje *prime brokers*, kojima je društvo za upravljanje trgovalo imovinom koja se nalazila u portfelju fonda. Ujedno je *Lehman Brothers International (Europe)* temeljem tripartitnog sporazuma između Lehmana, društva za upravljanje i depozitara - *Société Générale* postao i poddepozitar tog *hedge* fonda. Temeljem tog sporazuma veći dio imovine *hedge* fonda stvarno se nalazio u potpohrani kod Lehmana. Nad Lehmanom je otvoren stečajni postupak pa su svi zahtjevi za povrat imovine fonda koja se nalazila kod Lehmana u potpohrani, bili obustavljeni. Nakon toga je društvo za upravljanje fondom postavilo zahtjev za povrat imovine fonda prema depozitaru. Do zamrzavanja sredstava koje je držao Lehman na osnovi potpohrane došlo je zbog toga što se sredstva investicijskih fondova više nisu držala na odvojenim računima, već je Lehman Brothers njima upravljao i prikazivao ih kao svoja.¹⁵⁴³

Pored toga što je došlo do zamrzavanja imovine investicijskih fondova zbog neodvajanja te imovine na posebne račune, u slučaju Lehman Brothers sporno je bilo i pitanje što je Lehman Brothers kao *prime broker* koristio svoje ovlaštenje da imovinu koja mu je dana u potpohranu, koristi za svoj račun, a posebno ju je koristio za osiguranje svojih dugovanja (*rehypothication, collateral*). Tako je dostupan podatak da je otprilike 22 milijardi, od ukupno 40 milijardi USD koje je imao na raspolaganju kao *prime broker* svojih klijenata koristio za osiguranje svojih dugovanja.¹⁵⁴⁴ Kao posljedica toga, vjerovnici Lehman Brothersa koji su stekli osiguranje na imovini koja je Lehmanu bila dana u potpohranu, imali su prednost namire u odnosu na investicijske fondove čija je to imovina i bila i čiji su povrat zahtijevali tužbom. Oni su u odnosu na Lehmana bili rangirani tek kao vjerovnici drugoga isplasnog reda, tj. kao vjerovnici čije tražbine nisu osigurane. Razlog što su investicijski fondovi, posebno *hedge* fondovi, ugovarali takve poslove sa *prime brokerima*, jest što su im zauzvrat *prime brokeri* davali kredite pod povoljnijim uvjetima. Međutim, nakon iskustva s Lehman Brothersom, zabilježena je tendencija *hedge* fondova da što manje koriste usluge *prime brokera*, i to tako da radije koriste usluge depozitara. Vezano uz dobivanje kredita nastoje smanjiti potrebu za tuđim kapitalom tako da u dugoročnijem planu ulažu više vlastita sredstva, tj. sredstva uplaćena od ulagatelja fonda i iz dobiti fonda.¹⁵⁴⁵

Kada je društvo za upravljanje postavilo zahtjev prema depozitaru, a zbog nemogućnosti da mu poddepozitar vrati uložena sredstva, **depozitar** (*Societe Generale*) je isticao prigovor da je operativno i tehnički neizvedivo da depozitar vrati imovinu fonda koja je u potpohrani. Također je tvrdio da je izbor poddepozitara izvršilo samo društvo za upravljanje,

1542 La Cour d'appel de Paris, Order 2008/22218 of 8 April 2009.

1543 Bruno, E. A., Boyle, C., Moore, J., Rutherford-Johnson, L. (ur.): *Global Financial Crisis*, London, 2009., str. 254.

1544 Loc. cit. Vidi isto: Mackintosh, J., *Lehman Collapse Puts Prime Broker Model in Question*, Financial Times Online, 24. rujna 2008., <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/442f0b24-8a71-11dd-a76a-0000779fd18c.html#axzz1sZzTSNhL> (posjet 10. travnja 2013.).

1545 Bruno, E. A., Boyle, C., Moore, J., Rutherford-Johnson, L. (ur.): *Global Financial Crisis*, London, op. cit., str. 257.

te da tako provedena delegacija funkcija isključuje depozitarovu odgovornost. Također je tvrdio da ne može pristupiti povratu ikakve imovine fonda prije nego što se isti ne likvidira, odnosno prije nego što se ne riješi pitanje osiguranja tražbina koje je u Lehmanovu korist bilo zasnovano na imovini fonda.

Nakon što je nadzorno tijelo donijelo rješenje kojim je naredilo depozitaru da vrati imovinu fonda,¹⁵⁴⁶ depozitar je podnio zahtjev sudu za poništenje te odluke. Sud je potvrdio odluku nadzornog tijela, s obrazloženjem da se radi o prisilnom propisu koji ima funkciju zaštite integriteta i povjerenja u financijsko tržište. Sud je također pojasnio da se obveza povrata odnosi na vrijednosnice poput dionica, obveznica, udjela u investicijskim fondovima, ali ne i na novac na računima kao niti na financijske unaprijedne ugovore.

U predmetima pred francuskim sudovima vezanima uz financijski skandal Madoff treba istaknuti da je prekogranično nuđenje udjela fondova u raznim državama članicama EU-a navelo ulagatelje da osim podnošenja tužbi pred sudovima sjedišta UCITS fonda, odnosno prema sjedištu tuženika pokreću parnice i pred onim sudovima za koje su smatrali da bi bili nadležni po kriteriju mjesta nastanka štete. Pri tom se ulagatelji u svojim zahtjevima nisu ograničili samo na utvrđivanje odgovornosti banaka u njihovoj ulozi depozitara, već su imali u vidu njihove propuste u **ulozi prodajnog agenta**, pozivajući se na odgovornost iz prospekta i davanje netočnih informacija. Tako su **francuski ulagatelji Luxalphe** tužili švicarsku banku UBS AG koja je djelovala kao promotor fonda putem jedne od svojih podružnica **pred francuskim sudom**.¹⁵⁴⁷ U svojoj tužbi ulagatelj navodi da tijekom obavljanja promotivnih aktivnosti nije bio informiran da je BLIMS imao funkciju poddepozitara fonda te da su mu delegirane ovlasti društva za upravljanje i da je zbog toga UBS AG odgovoran za štetu. Kako je francuski sud primjenjujući čl. 5. st. 3. Briselske uredbe utvrdio da ne postoji njegova nadležnost u konkretnom slučaju, meritorna odluka nije donesena.

8.3.3. Parnice pred sudovima drugih država članica

Pred irskim sudom samo do studenog 2009. godine pokrenuto je 40-ak postupaka protiv depozitara fonda ili protiv depozitara i samoga fonda od **dioničara Thema fonda**. Do sad je donesena samo odluka o spajanju četiri povezane parnice. Tom su odlukom spojene parnice kojima su Kalix fond i UBI Banca kao ulagatelji u Thema fond tužili depozitara, tužba Theme protiv samog depozitara te, tzv. AA postupak.¹⁵⁴⁸

1546 Autorité des Marchés Financiers, 13 November 2008, http://www.amf-france.org/documents/general/8824_1.pdf (posjet 01. travnja 2012.).

1547 Radi se o presudi Trgovačkog odjela Kasacijskog suda u Parizu od 12. srpnja 2011. kojom se odlučivalo po reviziji protiv drugostupanjske presude Trgovačkog suda u Parizu od 1. srpnja 2010.

1548 The High Court, Kalix Fund Ltd & Anor -v- HSBC Institutional Trust Services [Ireland] Ltd & Anor, [2009] IEHC 457, 16. 10. 2009. To je presuda u kojoj je sud odlučio o konsolidaciji postupaka koji proizlaze iz Madoff slučaja. Dostupno na: <http://www.courts.ie/Judgments.nsf/09859e7a3f34669680256ef3004a27de/f0a4a39162325cfa80257673004283ea?OpenDocument> (posjet 22. srpnja 2013.). U presudi

Tužitelji *Kalix*¹⁵⁴⁹ i *UBI Banca*¹⁵⁵⁰ su kao ulagatelji Thema potfonda (odvojeno) pokrenuli postupke protiv *HTIE* kao depozitara. Protiv istog depozitara postupak je pokrenuo i sam fond. Zajedničko je svim ovim predmetima da se na pasivnoj strani uvijek pojavljuje depozitar fond(ov)a. Svi tužitelji tvrde da *HTIE* pri imenovanju *Madoffovog* društva kao podepozitara, nije upotrijebio dužnu pažnju¹⁵⁵¹ te da je propustio primijeniti dužnu pažnju u izvršavanju kontrole nad podepozitarom čime je olakšao ostvarenje *Madoffove* prijevare.

S obzirom na to da su tuženici **osporili aktivnu legitimaciju dioničara** tih fondova (s obrazloženjem da nisu oni bili upisani kao dioničari u knjigu dionica, već su u knjigu dionica bili upisani njihovi skrbnici, odnosno intermedijari) već se sada može nazrijeti da će se irski sud morati pozabaviti pitanjem pravnog položaja dioničara koji nije upisan kao dioničar u knjizi dionica (kao tzv. *beneficial owner*), kao i pitanjem ima li individualni ulagatelj uopće pravo tužiti depozitara osnovan u obliku dioničkog društva s varijabilnim kapitalom. Kako parnica pred irskim sudom još traje, irski sud će uz luksemburški sud biti još jedan sud koji će se odrediti oko pitanja postojanja ili nepostojanja aktivne legitimacije dioničara u odnosu na depozitara fonda, a k tome će ujedno biti i prvi sud koji će se izjasniti je li depozitar povrijedio ugovor i postoji li njegova odgovornost temeljem te osnove. Prvi slučaj u kojem je suđenje započelo završio je nagodbom *Kalix* fonda i *HSBC-a* krajem 2012. godine,¹⁵⁵² dok su ostali postupci još u tijeku.

Svi su navedeni postupci činjenično snažno povezani, no tužbeni zahtjevi su različito pravno supstancirani. Dok u nekim tužbama tužitelji tvrde

kojom je irski sud odlučio o spajanju parničnih postupaka vezanih uz *Themu*, stoji da je irski sud ocijenio da spor između fonda i njegova depozitara proizlazi iz jednake okolnosti kao i sporovi koje su pokrenuli ulagatelji dvaju fondova prema fondovima i depozitaru (*Kalix* predmet i *UBI Banca* predmet), a naveo je da se i pravne osnove u nekim predmetima podudaraju. Stoga je sud je ocijenio da je stupanj međuovisnosti tih predmeta takav da nema razloga da zastane s određenim postupcima i pričekava ishod spora između fonda i depozitara, već da će ih voditi istodobno.

1549 *Kalix* je fond s javnom ponudom osnovan u obliku pravne osobe sa sjedištem na Britanskim Djevičanskim Otcima.

1550 *UBI Banca* je talijanska banka koja je uložila ukupno 12,900,000 eura u *Thema Fond* u razdoblju od 1. lipnja 2004. do 1. srpnja 2005. Navodna vrijednost udjela prema posljednjim izvješćima do studenog 2008. godine iznosila je 17,485,207.16 eura.

1551 Preciznije, nije osigurao da: I. *BLMIS* ima dovoljnu stručnost i kompetenciju za čuvanje pohranjene imovine; II. će *BLMIS* u svako vrijeme djelovati u skladu s relevantnim zakonima; III. *BLMIS* obavlja poslove subdepozitara na način da kompromitira *HTIE*, *Themu*, odnosno bilo koju osobu koja je zadužena za kontrolu (to monitor) *BLMIS-a*; IV. je *BLMIS* pouzdan, iskren, ima integritet; V. će se *BLMIS* skrbiti o imovini *Thema* fonda tako da ju odvoji od vlastite imovine; VI. *BLMIS* će moći vratiti imovinu fonda depozitaru i/ili fondu, na njihov zahtjev.

1552 Uvjeti nagodbe nisu dostupni javnosti, no o njenom je zaključenju poznato iz: *Bodoni, S., HSBC Settles Dublin Suit Seeking \$36 Million for Madoff Loss*, 12. 11. 2012., <http://www.bloomberg.com/news/2012-11-12/hsbc-settles-dublin-lawsuit-seeking-36-million-over-madoff-loss.html> (posjet 22. srpnja 2013.).

da je **depozitar povrijedio ugovor o pohrani imovine**,¹⁵⁵³ u drugima su depozitari (i druge osobe) tuženi **temeljem odgovornosti iz prospekta**.¹⁵⁵⁴

Slično je svoj zahtjev supstancirao **talijanski ulagatelj IGM**¹⁵⁵⁵ u **Thema fond** koji je pred talijanskim sudom tužio ne samo fond i njegove direktore, već i promotora i distributera dionica fonda (*Genevalor Benbassat&Cie*), depozitara (*HSBC Trust*), društvo za upravljanje (*Bank Medici AG*), administratora fonda (*HSBC Securities*) i revizora (*Price Waterhouse Coopers*). U svojoj tužbi IGM navodi kako je nakon otkrića Madoffove prijevare izišlo na vidjelo neregularno upravljanje fondom, kršenje irskih propisa i propisa EU-a koji uređuju UCITS fondove, posebice onih koji se tiču nužnosti razlikovanja uloge depozitara i društva za upravljanje.¹⁵⁵⁶ To je, prema shvaćanju tužitelja, dovelo do toga da je Thema samo nominalno bila UCITS fond, dok se zapravo radilo o Madoffovu *hedge feeder* fondu. U prospektu je bilo navedeno da su uloge depozitara, društva za upravljanje, investicijskog savjetnika i prodajnog agenta razdvojene, iako se većina tih uloga stekla u Madoffovom društvu. Kako talijansko pravo nema posebnu odredbu o odgovornosti za neistinit prospekt, već se zahtjev mora supstancirati **kao izvanugovorna odgovornost za štetu**,¹⁵⁵⁷ tužitelj

1553 U parnici u kojoj sam Thema fond tuži svog depozitara, tužba je podignuta zbog povrede ugovora o obavljanju poslova depozitara. U odluci o spajanju postupaka irski sud je već najavio da će se u tom konkretnom sporu pozabaviti s nekoliko pitanja kako bi utvrdio postoji li depozitareva odgovornost: pitanjem je li depozitar propustio osigurati da treća osoba kojoj je imovina povjerena u potpohranu ima dovoljnu stručnost i kompetenciju za čuvanje pohranjene imovine te djeluje li ta treća osoba u skladu s propisima koji su na nju primjenjivi. Sud će također ispitati obavlja li treća strana poslove na način koji ne ugrožava fond. Sud će utvrđivati je li osoba kojoj su delegirane ovlasti pouzdana, iskrena, odnosno ima li integritet te drži li imovinu fonda odvojeno od svoje imovine, odnosno može li na zahtjev vratiti imovinu depozitaru i/ili fondu.

1554 Ulagatelj navodi kako se oslonio na podatke navedene u prospektu, koji su bili neistiniti/nepotpuni. Pogotovo da se to odnosi na one navode koji su u prospektu opisivali faktor rizičnosti povezan s ulaganjima te funkciju i dužnosti menadžera fonda. Također, da u prospektu nije bila navedena bitna okolnost da su ključne dužnosti upravljanja i pohrane bile delegirane Madoffovom društvu.

1555 Jedan od ulagatelja bilo je i talijansko društvo IGM ('Independent Global Manager SGR'). Nakon otkrića Madoffove prijevare, IGM je podnio tužbu pred talijanskim sudom u Milanu protiv fonda i ostalih subjekata koji su sudjelovali u distribuciji udjela, upravljanju fondom i čuvanju imovine.

1556 Naime, Bank Medici AG trebala je obnašati funkciju menadžera fonda, dok je HSBA Institutional Trust Services Limited trebao vršiti ulogu depozitara. Ipak, obje funkcije sjedinile su se u BLMIS-u koji je također djelovao i kao savjetnik Thema. Tako Thema zapravo nije funkcionirala kao SICAV, već kao Madoffov *feeder* fond.

1557 O pravnoj naravi odgovornosti iz prospekta vidi više: Čulinović-Herc, E., Zubović, A., *Prospekt i odgovornost iz prospekta pri javnoj ponudi vrijednosnih papira u hrvatskom i usporednom pravu, Zbornik radova međunarodnog savjetovanja, "Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse"*, Mostar, 2009, 162-185. Također vidi Čulinović-Herc, E., *Povreda obveze objave podataka na tržištu*

se pozvao na protupravno djelovanje tuženih, pri čemu navodi da fond nije legalno funkcionirao, da je protupravna bila izrada i distribucija neistinitog prospekta, a također i izrada i dostava neistinitih periodičnih financijskih izvješća. U konkretnom slučaju talijanski sud je također morao odlučivati o svojoj nadležnosti primjenjujući čl. 5. st. 3. Briselske uredbe. U travnju 2011. godine talijanski Vrhovni sud donio je presudu¹⁵⁵⁸ kojom je utvrdio svoju nadležnost u konkretnom slučaju, no odluka o osnovanosti tužbenog zahtjeva još nije donesena.

kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 30 (1), 2009, 135-171.
1558 Italija - Corte Suprema, Cass. Sez. Un. Civili 08.04.11, n. 8034.

KLJUČNI POJMOVI S OBJAŠNENJEM

ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI FOND (AIF) – otvoreni ili zatvoreni investicijski fond osnovan radi prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganja tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja, a isključivo u korist imatelja udjela tog AIF-a. S obzirom na krug ulagatelja kojima su namijenjeni, razlikuju se AIF-ovi koji se mogu nuditi samo profesionalnim ulagateljima te oni koji se mogu nuditi i profesionalnim i malim ulagateljima.

AIFM DIREKTIVA – direktiva koja uređuje položaj društva za upravljanje AIF-ovima propisujući uvjete za njihovu europsku putovnicu. Ne uređuje strukturu niti sastav portfelja AIF-ova, već to prepušta zakonodavcima država članica. Detaljnije uređuje obveze i odgovornost depozitara AIF-a i uvjete pod kojima je dopuštena delegacija njegovih poslova, kao i pravni položaj tzv. *prime brokera*.

ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI FOND RIZIČNOG KAPITALA (*private equity fund*) – AIF s privatnom ponudom čija se imovina, u skladu s pravilima AIF-a, pretežno ulaže u poslovne subjekte radi optimiziranja njihove poslovne i financijske uspješnosti, a u očekivanju povrata na uložena sredstva.

ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI FOND PODUZETNIČKOG KAPITALA (*venture capital*) – AIF s privatnom ponudom čija se imovina, u skladu s pravilima AIF-a, pretežno ulaže u poslovne subjekte koji su novoosnovani ili su u početnim fazama poslovanja, a prema procjeni UAIF-a pokazuju potencijal za rast i širenje poslovanja.

DEPOZITAR – kreditna institucija ili podružnica kreditne institucije koja na temelju pisanog ugovora o obavljanju poslova depozitara sklopljenog s društvom za upravljanje i suglasnosti HANFE obavlja poslove pohrane i/ili evidencija zasebne imovine UCITS fonda, vođenja računa za imovinu UCITS fonda, odjeljivanja imovine i druge zakonom određene poslove. Mora se raditi o osobi različitoj od društva za upravljanje koja djeluje u interesu ulagatelja UCITS fonda te prema društvu za upravljanje izvršava određene kontrolno-nadzorne ovlasti.

DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE UCITS FONDOVIMA – dioničko društvo, društvo s ograničenom odgovornošću ili Societas Europaea sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koje, na temelju odobrenja HANFE, osniva i upravlja UCITS fondom u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela.

EUROPSKA PUTOVNICA DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE – odobrenje koje društvu za upravljanje daje nadzorno tijelo njegove matične države, ako ispuni uvjete propisane UCITS IV Direktivom, a koje društvu za upravljanje olakšava prekogranično pružanje usluga u drugim državama članicama. Ostvaruje se kroz slobodu pružanja usluga, odnosno pravo poslovnog nastana. Razdvajanje putovnice UCITS fonda od putovnice društva za upravljanje omogućuje društvu za upravljanje da osnuje UCITS fond u drugoj državi članici, kao i da UCITS fond imenuje društvo za upravljanje iz druge države članice čime se smanjuju troškovi prekograničnog obavljanja usluga.

EUROPSKA PUTOVNICA UCITS FONDA – odobrenje koje UCITS fondu daje nadzorno tijelo njegove matične države ako fond ispuni uvjete propisane UCITS zakonodavstvom, a koje mu omogućuje slobodno trgovanje udjelima unutar drugih država članica. Cilj je olakšati distribuciju udjela UCITS fondova do ulagatelja unutar država članica EU-a.

FONDOVI FONDOVA – investicijski fondovi koji, sukladno propisanim ograničenjima ulažu u druge investicijske fondove. Ograničenja se razlikuju ovisno o tome radi li se o UCITS ili AIF fondovima.

GLAVNI I NAPAJAJUĆI UCITS FOND (*master feeder* struktura) – jedan od dopuštenih oblika posebno strukturiranih fondova u kojem napajajući UCITS fond (*feeder*) najmanje 85% svoje imovine ulaže u udjele glavnog UCITS fonda (*mastera*). Pri tome glavni fond sam ne smije biti napajajući UCITS fond niti svoju imovinu ulagati u svoj napajajući fond.

HANFA (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga) – nadzorno tijelo čiji djelokrug i nadležnost obuhvaća nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te pravnih i fizičkih osoba koje te usluge pružaju, uključujući nadzor nad investicijskim fondovima, njihovim društvima za upravljanje i depozitarima. Osim regulatornih ovlasti, HANFA ima i nadzorne ovlasti.

IMOVINA UCITS FONDA – zajednička imovina ulagatelja UCITS fonda koja se odvojeno vodi od imovine društva koje upravlja fondom, a može se isključivo sastojati od zakonom i prospektom navedenih kategorija imovine. Njezina vrijednost ne smije pasti ispod 5 milijuna kuna tijekom tri uzastopna mjeseca, jer se u suprotnom UCITS fond mora likvidirati ili pripojiti nekom drugom UCITS fondu.

INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA – financijski instrumenti kojima se uobičajeno trguje na tržištu novca, koji su likvidni i čija se vrijednost može precizno odrediti u bilo kojem trenutku. Imaju dospijeće (ili preostalo dospijeće) od 397 dana ili manje, a njihovi su prinosi podložni utjecaju promjena uvjeta na tržištu novca.

INVESTICIJSKI FOND - subjekt za zajednička ulaganja čija je jedina svrha prikupljanje sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganje tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom ulaganja investicijskog fonda, a isključivo u korist imatelja udjela u tom investicijskom fondu. Investicijski fond može biti UCITS fond ili AIF.

JAVNA PONUDA – svaka obavijest dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dovoljno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim udjelima u investicijskim fondovima, da se na temelju istih ulagatelj može odlučiti na upis tih udjela.

KLJUČNI PODACI ZA ULAGATELJE UCITS FONDA – skup podataka koje izrađuje društvo za upravljanje, a sadržava jasan, nedvosmislen i prosječne ulagatelju razumljiv opis bitnih karakteristika UCITS fonda te omogućava razumijevanje vrste i značaja rizika, uz ocjenu posljedica stjecanja udjela u UCITS fondu.

KROVNI FOND (tzv. *umbrella funds*) – UCITS fond koji se sastoji od dva ili više podfondova. Ti se podfondovi međusobno razlikuju po jednoj ili više posebnosti (obično se radi o različitim investicijskim strategijama) te se u pogledu dopuštenih ulaganja i ograničenja ulaganja UCITS fonda, svaki od podfondova smatra posebnim investicijskim fondom.

KVALIFICIRANI UDJEL – svaki izravni ili neizravni udjel u društvu za upravljanje koji predstavlja 10% ili više udjela u kapitalu ili glasačkim pravima, ili manji udjel koji omogućava ostvarenje značajnog utjecaja na upravljanje društvom za upravljanje. Pri izračunu udjela glasačkih prava, na odgovarajući način se primjenjuju odredbe o informacijama o promjeni glasačkih prava iz zakona koji uređuje tržište kapitala (ZTK).

NEKRETNINSKI FONDOVI – AIF-ovi čija se imovina pretežno sastoji od nekretnina. Mogu biti osnovani kao zatvoreni AIF-ovi s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine ili kao AIF-ovi s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine.

OTVORENI ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI FOND (AIF) – zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja isključivo vanjski upravitelj, u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela u toj imovini, u skladu s odredbama ZAIF-a, prospekta i/ili pravila toga fonda. Njegovi se udjeli mogu nuditi javnom ili privatnom ponudom, a na zahtjev imatelja udjela se otkupljuju iz imovine otvorenog AIF-a. Ako pravo države članice ili treće države to dopušta, otvoreni AIF može imati pravnu osobnost.

OTVORENI INVESTICIJSKI FOND – investicijski fond kod kojeg ne postoji ograničenje broja udjela, pa se udjeli mogu izdavati i na zahtjev ulagatelja. Udjeli su otkupivi za cijelo vrijeme trajanja fonda. Cijena udjela varira s obzirom na trenutnu neto vrijednost imovine fonda. U RH mogu se osnovati kao UCITS fond i kao AIF. U oba slučaja radi se o zasebnoj imovini, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja društvo za upravljanje u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela. Ako pravo države članice ili treće države to dopušta, otvoreni investicijski fond može imati pravnu osobnost. Tada se radi o dioničkom društvu s varijabilnim kapitalom (npr. SICAV).

PRAVILA UCITS FONDA – pravila koja se prilažu prospektu UCITS fonda i načelno čine njegov sastavni dio, a uređuju povjerenički odnos između društva za upravljanje i ulagatelja te UCITS fonda i ulagatelja. Ulagatelj mora u vrijeme sklapanja ugovora o ulaganju biti upoznat s pravilima UCITS fonda, u suprotnom ona nemaju učinak prema ulagatelju, a ugovor o ulaganju je ništetan. S navedenim pravilima moraju se suglasiti nadzorni odbor društva za upravljanje i depozitar, a stupaju na snagu i primjenjuju se nakon dobivanja suglasnosti HANFE.

PRENOSIVI VRIJEDNOSNI PAPIRI – uključuju dionice i vrijednosne papire izjednačene s dionicama, obveznice i druge dužničke vrijednosne papire, kao i sve druge prenosive vrijednosne papire koji daju pravo na stjecanje prenosivih gorenavedenih vrijednosnih papira upisom ili zamjenom.

PRIVATNA PONUDA – svaka obavijest dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dovoljno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim udjelima AIF-a, da se na temelju istih ulagatelj može odlučiti na upis tih udjela, a koja je po nekoj svojoj karakteristikci uvjetovana, primjerice minimalnim iznosom ulaganja, ciljnom skupinom ulagatelja ili brojem ulagatelja.

PROSPEKT UCITS FONDA – poziv društva za upravljanje potencijanim ulagateljima na davanje ponude za izdavanje udjela UCITS fonda. Informacije sadržane u prospektu moraju biti istinite i potpune. Odobrava ga HANFA i objavljuje se na propisani način. Na zahtjev ulagatelja mora se dostaviti besplatno.

SICAV (*société d'investissement à capital variable, società d'investimento a capitale variabile, Investmentgesellschaft mit variablem Kapital, ICVC*) – investicijski fond osnovan u pravnom obliku dioničkog društva s varijabilnim kapitalom. Oblik pogodan za osnivanje otvorenih investicijskih fondova koji imaju pravnu osobnost. Nije predviđen kao pravni oblik za osnivanje UCITS fonda u RH, ali je predviđen u njemačkom, francuskom, talijanskom, luksemburškom i drugim zakonodavstvima.

REGISTAR DRUŠTAVA ZA UPRAVLJANJE I UCITS FONDOVA – registar u koji se upisuju zakonom određeni podaci o društvu za upravljanje i UCITS fondu. Vodi ga HANFA te objavljuje na svojoj internetskoj stranici.

REGISTAR UDJELA UCITS FONDA – registar koji vodi društvo za upravljanje ili operater središnjeg registra nematerijaliziranih financijskih instrumenata u skladu s odredbama zakona koji uređuje tržište kapitala ili treća osoba kojoj je društvo za upravljanje delegiralo taj administrativni posao.

UCITS DIREKTIVE – uključuje UCITS I Direktivu, dvokomponentnu UCITS III Direktivu (tzv. Direktivu o upravljanju i Direktivu o proizvodu) i UCITS IV Direktivu. Uređuje uvjete koje je potrebno ispuniti za dobivanje EU putovnice UCITS fonda i EU putovnice društva za upravljanje UCITS fondom. Također uređuje strukturu i dopustivi sastav imovine koja ulazi u portfelj UCITS fonda. Sadrži pravila o depozitaru, uređuje uvjete pod kojima je dopušteno delegirati poslove društva za upravljanje na drugo društvo, prekogranična spajanja i pripajanja UCITS fondova te pitanje razgraničenja nadzornih ovlasti između nadzornih tijela država članica.

UCITS FOND – otvoreni investicijski fond s javnom ponudom osnovan u skladu s ZOIFJP-om (odnosno UCITS IV Direktivom). Imatelj udjela u tom fondu ima pravo u svako doba zahtijevati otkup udjela i tako istupiti iz fonda. Imovina UCITS fonda može se uložiti samo u zakonom propisane kategorije likvidne financijske imovine uvažavajući pravila o diverzifikaciji portfelja. Propisivanje dopuštenog portfelja UCITS fonda upravo je karakteristika koja ga razlikuje od otvorenog AIF-a s javnom ponudom. Zbog navedenih svojstava UCITS fond posebno je pristupačan malim ulagateljima.

UDJEL UCITS FONDA – slobodno prenosivi nematerijalizirani financijski instrument koji svome imatelju daje određena prava. Kod otvorenih AIF-ova također postoje udjeli, dok zatvoreni AIF-ovi izdaju dionice, odnosno poslovne udjele.

UGOVOR O ULAGANJU – ugovor između društva za upravljanje i imatelja udjela UCITS fonda kojim se društvo za upravljanje, po zaprimanju zahtjeva ulagatelja i uplati sredstava, obvezuje izdati ulagatelju udjel, izvršiti upis istoga u registar udjela, otkupiti udjel od ulagatelja kada ulagatelj to zatraži te dalje ulagati ta sredstva i upravljati UCITS fondom za zajednički račun ulagatelja i poduzimati sve ostale pravne poslove i radnje potrebne za upravljanje UCITS fondom.

ULAGATELJ – svaka pravna ili fizička osoba koja je imatelj udjela u UCITS fondu. Ulagatelji u otvorene AIF-ove su imatelji udjela, a u zatvorene AIF-ove mogu biti dioničari ili imatelji poslovnog udjela, ovisno o tome osniva li se AIF kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću.

ZATVORENI ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI FOND (AIF) – pravna osoba osnovana u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću koju osniva i kojom upravlja vanjski ili unutarnji upravitelj (društvo za upravljanje), u njezino ime i za njezin račun u skladu s odredbama ZAIF-a, prospekta, pravila i statuta ili društvenog ugovora toga AIF-a, a čiji udjeli na zahtjev imatelja udjela nisu otkupivi iz imovine zatvorenog AIF-a. Ukoliko je osnovan u obliku dioničkog društva, njegovi se udjeli mogu nuditi javnom ili privatnom ponudom, a ako je osnovan u obliku društva s ograničenom odgovornošću udjeli se mogu nuditi samo privatnom ponudom.

ZATVORENI INVESTICIJSKI FOND – investicijski fond ograničenog broja udjela (dionica odnosno poslovnih udjela) koji na zahtjev imatelja udjela nisu otkupivi. Zbog toga UCITS fond ne može biti osnovan kao zatvoreni investicijski fond, ali AIF može te se tada osniva kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću.

ABECEDNO KAZALO POJMOVA

A

Actio directa ulagatelja prema depozitaru 333-344

- naknada kolektivne / individualne štete 336-339
- pretpostavke utuženja 334-344
- slučaj Madoff 353, 354, 358
- suparničarstvo 339-341
- supsidijarnost 335, 336
- supstanciranje tužbe 341-344
- utjecaj likvidacije na parnični postupak 342-343

AIFM Direktiva 91-96

- delegacija depozitarnih ovlasti 94
- obvezatnost depozitara 93
- odgovornost depozitara 18, 94, 95
- pojam alternativnog fonda 91, 92
- pojam menadžera alternativnog fonda 13, 92
- polje primjene direktive 91, 92
- *prime broker* 95, 96
- utjecaj na uređenje odgovornosti depozitara 317-319, 326

Alternativni investicijski fond 11, 59, 60, 91, 92

- pojam prema AIFMD-u
→ **v. AIFM Direktiva**
- tipologija prema ZAIF-u 11, 59
- u RH
→ **v. Hrvatska**

Austrija 43, 44

- AIFMG 43
- alternativni investicijski fondovi 43
- ImmoInvFG 44
- InvFG 43
- isprava o udjelu 43
- nekretninski fondovi 44
- OGAW fondovi 43
- pravila UCITS fonda 147
- *umbrella* fondovi 43

D

Depozitar 277-357

- delegacija poslova pohrane
→ **v. delegacija poslova pohrane**
- kreditna institucija 278-281
- nepostojanje EU putovnice 279, 280
- načelo jednog depozitara 282
- obveze depozitara
→ **v. Obveze depozitara**
- odgovornost depozitara
→ **v. Odgovornost depozitara**
- položaj u investicijskom trokutu 283-286
- promjena depozitara
nalaganje promjene od strane HANFE 313, 314
voljom depozitara 314-316
voljom društva za upravljanje 316,317
zbog oduzimanja suglasnosti HANFE 312, 313
- suglasnost HANFE na izbor i promjenu depozitara 283, 284

- ugovor o obavljanju poslova depozitara 284, 285

Delegacija poslova pohrane

302-312

- dostava podataka HANFI 307, 308
- kontinuirani nadzor poddepozitara 308, 309
- mogućnost daljnje delegacije 305, 306
- objava promjena u prospektu 307, 311, 312
- objave promjena u ključnim informacijama za ulagatelje 311, 312
- obveze depozitara nakon delegacije 307-312
- odgovornost depozitara u slučaju delegacije 329-333
- uvjeti za lokalne depozitare 305
- uvjeti za poddepozitara 302-305

Direktiva o dopuštenim ulaganjima investicijskih fondova 88, 89

- dionice zatvorenih fondova 88
- financijske izvedenice 88
- financijski indeksi 89
- kreditne izvedenice 88
- strukturirani financijski proizvodi 88

Društvo za upravljanje UCITS fondom 191-273

- član društva za upravljanje 210-213
- delegacija poslova 196-199, 230, 235, 260-262
- nadzorni odbor 217
- obveze u obavljanju djelatnosti
- **v. Obveze društva za upravljanje**
- odgovornost

→ v. Odgovornost društva za upravljanje

- odnosi povezanosti
- **v. Povezane osobe s društvom za upravljanje**
- odobrenje za obavljanje djelatnosti 195, 225-229
 - izdavanje 225, 226
 - oduzimanje 227-229
 - prestanak važenja 226, 227
- organi društva 213-217
- organizacijski oblik 191, 192
- organizacijski zahtjevi
- **v. Organizacijski zahtjevi za društvo za upravljanje**
- predmet poslovanja 193-195
 - glavne usluge
 - **v. Glavne usluge društva za upravljanje**
 - pomoćne usluge
 - **v. Pomoćne usluge društva za upravljanje**
- prijenos poslova upravljanja 229-232
- rješavanje pritužbi / sporova s ulagateljima 258
- stjecanje kvalificiranog udjela 206-210
- temeljni kapital 200
- tvrtka 199, 200
- uprava 213-217
 - suglasnost HANFE 213, 215, 216
 - uvjeti za člana 213-216
- zabranjene radnje u poslovanju
- **v. Zabranjene radnje društva za upravljanje**

E

EU putovnica fonda 77, 78, 260, 262

- UCITS I 77, 78
 - država osnivanja fonda (*home member state*) 77

- odobrenje depozitaru 84
- odobrenje društvu za upravljanje 78
- odobrenje pravila fonda 78
- podijeljeni nadzor 78
- UCITS III 260
 - država osnivanja fonda 260
 - država sjedišta društva za upravljanje 260
- UCITS IV 262
 - država osnivanja UCITS fonda 262
 - odvajanje od države sjedišta društva za upravljanje 262

EU putovnica društva za upravljanje 77-83, 90, 259-265

- prema UCITS IV 90, 262-265
 - država sjedišta 264
 - putem podružnice 262, 263
 - putem slobode pružanja usluga 263
 - razdvajanje putovnice 262, 264
- razvoj putovnice prema UCITS IV 77-83, 259-265
- uređenje prema ZIOFJP-u
- **v. Prekogranično pružanje usluga društva za upravljanje**

EU putovnica za trgovanje udjelima UCITS fondova 264

- odvojenost putovnice 264
- ovlaštene osobe u RH 109, 240, 269
- postupanje pri obavljanju promidžbe u RH 109-111
- prekogranično trgovanje udjelima u RH
- **v. Prekogranično trgovanje udjelima**
- prema ZOIFJP-u
- **v. Trgovanje udjelima UCITS fonda**
- sustav notifikacije 264

F

Francuska 49-53

- društva građanskog prava koja ulažu u nekretnine 49, 52
- glavni i napajajući fond 50
- krovni fondovi 50
- nekretninski fondovi 52
 - FPI 52, 53
 - SPPICAV 52
- OPCVM fondovi 49, 50
- *private equity* fondovi 50, 51
- UCITS fondovi
 - FCP 50
 - SICAV 50

G

Glavne usluge društva za upravljanje 193-194

- administrativni poslovi 193
- osnivanje UCITS fonda 193
- trgovanje udjelima UCITS fonda
- **v. Trgovanje udjelima UCITS fonda**
- upravljanje UCITS fondom 193

Glavni i napajajući fond 172-185

- glavni fond 175
 - likvidacija 183, 184
 - statusne promjene 184, 185
- napajajući fond 175-181
 - izračun izloženosti 176
 - odgovornost društva za upravljanje 176
 - zaštita ulagatelja 179-181
- osnivanje 177-179
 - suglasnost HANFE 177, 178
 - unutarnja pravila poslovnog postupanja 178
- *pool* 173, 174, 177
- prekogranična ulaganja 185
- sporazumi o razmjeni informacija 181, 182

- zabrana naplaćivanja ulazno izlaznih naknada 182, 183

H

HANFA 54, 55, 64-66

- nadzor nad prekograničnim aktivnostima 65, 66
- ovlasti 54, 55, 64-66
 - ZIF 54, 55
 - ZOIFJP 64-66
- suradnja s tijelima EU-a 66-69
- vrste nadzora 64-66

Hrvatska (RH) 53-69

- alternativni investicijski fondovi 59, 60
- fondovi javnom ponudom 60, 61
- fondovi privatnom ponudom 60, 61
- otvoreni investicijski fondovi javnom ponudom (UCITS) 58, 59
- poreznopravni status fonda 63, 64
- posebne vrste fondova
 - Fond hrvatskih branitelja 61, 62
 - Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS) 62, 63
 - Umirovljenički fond 61, 62
- ZAIF 56, 57
- ZIF 1995 53
- ZIF 2005 53
 - kvalificirani ulagatelji 54
- ZOIFJP 56, 57

I

Italija 41, 42

- društva za ulaganje u nekretnine 42
- harmonizirani fondovi 42
- neharmonizirani fondovi 42
- SICAV 41, 42
- TUIF 41

Izbjegavanje sukoba interesa 222-223

- kao načelo 222
- odnosi između povezanih osoba
 - v. **Povezane osobe s društvom za upravljanje**
- razdvajanje funkcije depozitara i društva za upravljanje 222
- zaštita interesa individualnih klijenata društva za upravljanje 222

K

Ključni podaci za ulagatelje 147-149

- dužnost
 - objave 224
 - redovitog ažuriranja 148
 - usklađivanja s prospektom 148
- kao predugovorna informacija
 - v. **Predugovorne informacije o UCITS fondu**
- *Key Information Document* 86, 87
- odgovornost za točnost i istinitost 137, 138
- podaci koje moraju sadržavati 148
- uređenje prema UCITS IV 90, 148

L

Likvidacija UCITS fonda 151, 152

- likvidacija glavnog investicijskog fonda
 - v. **Glavni i napajajući fond**
- obavještanje ulagatelja 151
- obveze likvidatora 151, 152
- ovlaštenici provedbe 151
- prava imatelja udjela u UCITS fondu 151
- razlozi za likvidaciju 151

- utjecaj na parnične postupke 342, 343
- utjecaj na red namirenja 152, 343
- zabrana naplaćivanja izlazne naknade 134, 135
- zbog nemogućnosti prijenosa poslova upravljanja 227, 231

Luksemburg 46-49

- FCP 47
- harmonizirani fondovi 46, 47
- neharmonizirani fondovi 47, 48
- OPCMV 47
- SICAF 47, 48
- SICAR 48
- SICAV 47, 48

M

Master-feeder fondovi

→ v. **Glavni i napajajući fond**

NJ

Njemačka 37-41

- depozitar 281, 282
- društvo za upravljanje 191, 192
- fiducijarni model 38
- *hedge* fondovi 39, 40
- KAGB 37-41
- KAGG 37
- pravila UCITS fonda 147
- REIT AG 40
- vlasnički model 38, 127

O

Obustava otkupa udjela UCITS fonda 134

- nalaganje od strane HANFE 134
- objava obustave 134
- odluka o obustavi 134
- suglasnost depozitara 134

- prijava obustave HANFI 134
- prijava prestanka obustave 134
- trajanje 134

Obveze (dužnosti) depozitara 286-301

- izvještavanje društva za upravljanje 300
- izvještavanje HANFE 301
- izvršavanje naloga društva za upravljanje 299
- načela pri izvršavanju obveza
 - izbjegavanje sukoba interesa 287
 - pažnja dobrog stručnjaka 286
 - postupanje u najboljem interesu ulagatelja 294
 - savjesnost i poštenje 286, 287
- nadzor nad poštovanjem investicijskih ciljeva i ograničenja 297, 298
- omogućavanje pristupa i razmjene podataka 301
- osiguravanje zakonitosti pri izdavanju i otkupu udjela 297
- ovlasti glede izračuna neto vrijednosti imovine i cijene udjela 298, 299
- pohrana i odjeljivanje zasebne imovine fonda
 - v. **Pohrana i odjeljivanje zasebne imovine fonda**
- prijava kršenja propisa 301
 - upozorenje društvu za upravljanje 301
- ugovor o obavljanju poslova depozitara 283-285
- zabrana sjedinjenja funkcije depozitara i društva za upravljanje 286

Obveze (dužnosti) društva za upravljanje 233-249

- dužnost
 - izbjegavanja sukoba interesa 234, 244
 - suradnje s depozitarom 241, 242
 - suradnje s HANFOM 242
 - postupanja u interesu ulagatelja 234
 - očuvanja integriteta tržišta kapitala 233
- načelo
 - likvidnosti 235
 - odvojenosti zasebne imovine UCITS fonda 236
 - savjesnosti i poštenja 233
 - solventnosti 235
- način nastupanja u pravnom prometu 237
- obveze pri trgovanju udjelima 237-241
- pažnja dobrog stručnjaka 233
- pravna narav odnosa 233

Odgovornost depozitara 317-344

- objektivna odgovornost 323-328
 - egzoneracijski razlozi 326-328
 - utjecaj AIFM Direktive 326
 - za gubitak imovine u skrbništvu 323-326
- oslobođenje u slučaju nužne delegacije 331, 332
- pravna osnova odgovornosti 320-323
- pravo na izravnu tužbu ulagatelja prema depozitaru
 - **v. Actio directa ulagatelja prema depozitaru**
- prekršajna 319, 320
- prema društvu za upravljanje 320, 321
- prema ulagateljima 321- 323

- subjektivna odgovornost 328, 329
- za izbor i rad poddepozitara 323-328

Odgovornost društva za upravljanje 225-258

- odgovornost iz prospekta
 - **v. Prospekt UCITS fonda**
- postupci za naknadu štete za netočnost izračuna vrijednosti udjela 256, 257
- za prekoračenje ograničenja ulaganja 256, 257
- prekršajna 225
- rješavanje pritužbi / sporova s ulagateljima 258
- za povrede ograničenja ulaganja 257, 258
- za štetu imateljima udjela 256
 - pravo depozitara na tužbu 256
 - pretpostavljena krivnja 256
- za točnost i potpunost objavljenih informacija i podataka 137, 138
- za točnost izračuna vrijednosti udjela 256, 257

Organizacijski zahtjevi za društvo za upravljanje 218-224

- interna revizija 221
- internetska stranica društva za upravljanje 224
- izbjegavanje sukoba interesa 222, 223
- mehanizmi unutarnje kontrole 218, 219
- opći zahtjevi 218, 219
- politike nagrađivanja 221
- postupanje s poslovnom dokumentacijom društva 223, 224
- praćenje usklađenosti 220
- upravljanje rizicima 219, 220

P**Pohrana i odijeljivanje zasebne imovine fonda 287-294**

- odijeljivanje 292-294
 - dužnost isticanja izlučnih prigovora 294
 - zabrana korištenja za vlastiti račun 293
 - zabrana obuhvata imovine fonda u stečajnu / likvidacijsku masu depozitara 293
 - zabrana provedbe ovrhe radi namirenja potraživanja prema depozitaru 293
- pohrana 287-292
 - delegacija poslova pohrane
 - **v. Delegacija poslova pohrane**
 - obveza držanja neplasiranih novčanih sredstava na računu za poslovne namjene 290, 291
 - obveza provjere i potvrde pripadnosti imovine UCITS fondu 290
 - skrbništvo nad financijskim instrumentima 288, 289

Pomoćne usluge društva za upravljanje 242-249

- investicijsko savjetovanje 194
- nužnost postojanja odobrenja za glavne usluge 194
- osnivanje i upravljanje mirovinskim fondom 194
- pohrana i administriranje 194
- posebnosti pri pružanju pomoćnih usluga (ZTK)
 - članstvo u Fondu za zaštitu ulagatelja 248, 249
 - dužnost razvrstavanja klijenata 244, 245
 - usklađivanje s kapitalnim i organizacijskim zahtjevima

243, 244

usklađivanje uvjeta poslovanja i pravila poslovnog ponašanja 244

- upravljanje portfeljem 194

Portfelj UCITS fonda 158-171

- načelo
 - razdiobe rizika 159
 - ulaganja u likvidnu imovinu 158
- ograničenja ulaganja
 - prema Direktivi o dopuštenim ulaganjima investicijskih fondova
 - **v. Direktiva o dopuštenim ulaganjima investicijskih fondova**
 - prema UCITS III
 - **v. UCITS III Direktiva o proizvodu**
 - prema ZOIFJP-u 161-170 za glavni i napajajući fond
 - **v. Glavni i napajajući fond**
- sastav portfelja 161-170
 - depoziti 167
 - instrumenti tržišta novca 160, 163
 - izvedeni financijski instrumenti 167, 170
 - novac na računima 167
 - prenosivi vrijednosni papiri 160, 163
 - udjeli fondova 164, 165
- tehnike upravljanja portfeljem 170
 - hedging* 170
 - kolateralizacija 170
 - repo ugovori 170
- ukupna izloženost 170, 171

Povezane osobe s društvom za upravljanje 201-206

- depozitar 202, 203
 - moгуćnost stjecanja udjela u društvu za upravljanje 202, 203
 - organizacijska odvojenost 203
 - zabrana držanja udjela u depozitaru 202
 - zabrana personalne povezanosti s depozitarom 203
 - zabrana sjedinjenja funkcije depozitara i društva za upravljanje 202
- investicijsko društvo ili drugi pružatelj financijskih usluga 204-206
 - ograničenja personalne povezanosti 205
 - zabrana stjecanja kontrole u investicijskom društvu 204
 - zabrana stjecanja kvalificiranog udjela u investicijskom društvu 204

Prava iz udjela UCITS fonda 133-158

- položaj suovlaštenika na zasebnoj imovini fonda
 - **v. Zasebna imovina fonda**
- prava pri statusnim promjenama UCITS fonda 152-158
 - **v. Statusne promjene UCITS fonda**
- pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske mase 151, 152
 - **v. Likvidacija UCITS fonda**
- pravo na izravnu tužbu prema depozitaru
 - **v. Actio directa ulagatelja prema depozitaru**
- pravo na obaviještenost 135-150
 - godišnje i polugodišnje izvješće 149

ključni podaci za ulagatelje

→ **v. Ključni podaci za ulagatelje**

mjesečno izvješće 150
objava pravnih i poslovnih događaja 150
objava vrijednosti udjela 150
odgovornost za točnost i potpunost obavijesti i objava 137-139
pravila UCITS fonda 146, 147

→ **v. Pravila UCITS fonda**

prospekt 135-137

→ **v. Prospekt UCITS fonda**

- pravo na otkup udjela 133-135
obustava otkupa

→ **v. Obustava otkupa**

udjela UCITS fonda 134

otkup *in specie* 133, 134

ulazna i izlazna naknada 133

- pravo na udio u dobiti 150, 151

- pravo na zamjenu udjela 135

- rješavanje sporova s društvom za upravljanje

→ **v. Društvo za upravljanje UCITS fondom**

Pravila UCITS fonda 146-147

- dužnost objave 146
- internetska stranica društva za upravljanje 224
- kao sastavni dio prospekta 146
- odobrenje HANFE 146
- pravna narav 147
- suglasnost nadzornog odbora društva za upravljanje 146

Predugovorne informacije o UCITS fondu 109-110, 135-146

- dužnost korištenja podataka koje je odobrilo društvo za upravljanje 109
- dužnost omogućavanja uvida

- u izvješća UCITS fonda 109, 110
- u prospekt 109, 110
- dužnosti upoznavanja
 - s iznosom provizije 109, 110
 - s pravilima UCITS fonda 110
- odgovornost
 - društva za upravljanje za točnost i istinitost podataka 135-137, 137-146
 - osoba koje nude udjele 110
- zabrana
 - davanja neistinitih, lažnih i zavaravajućih informacija 109
 - odstupanja od podataka navedenih u prospektu 109

Prekogranično pružanje usluga društva za upravljanje 259-273

- društvo za upravljanje sa sjedištem u EU koje pruža usluge u RH 268-270
 - obavještavanje HANFE 268
 - putem podružnice 268
 - putem izravnog pružanja usluga 268, 269
- društvo za upravljanje sa sjedištem u RH koje pruža usluge u EU 266-268
 - obavještavanje putem HANFE 266
 - postojanje /nepostojanje diskrecijskih ovlasti HANFE 267
 - putem izravnog pružanja usluga 267
 - putem podružnice 266, 267
- društvo za upravljanje sa sjedištem u RH koje pruža usluge u trećoj državi 267, 268
 - dužnost pribavljanja odobrenja HANFE 268
 - putem izravnog pružanja

- usluga 268
- putem podružnice 268
- društvo za upravljanje sa sjedištem u trećoj državi koje pruža usluge u RH 268-270
 - isključivo pružanje usluga putem podružnice 269
 - primjena propisa RH 270
 - samo za nuđenje udjela 269
 - suglasnost HANFE 269
- EU putovnica društva za upravljanje
 - v. **EU putovnica društva za upravljanje**
- prekogranično trgovanje udjelima UCITS fondova
 - v. **Prekogranično trgovanje udjelima UCITS fondova**

Prekogranično trgovanje udjelima UCITS fondova 270-273

- pojam 194, 270
- trgovanje udjelima EU UCITS fondova na području RH 270-273
 - fondova osnovanih u trećoj državi na području RH 271
 - UCITS fondova iz RH na području države članice 272
 - UCITS fondova iz RH u trećoj državi 272, 273

prijedlog UCITS V 96-101

- diskrecijske mirovinske pogodnosti 99,100
- odgovornost depozitara 97, 98
- politika nagrađivanja 98-100
- uređenje dužnosti pohrane / skrbništva 97

Prospekt UCITS fonda 135-146

- bitne izmjene prospekta 137
- dužnost ažuriranja 137
- dužnost dostave na zahtjev ulagatelja 137
- dužnost objave na internetskoj stranici društva za upravljanje 224
- dužnost prilaganja pravila UCITS fonda 136
- kao predugovorna informacija 109, 110
- objava prospekta 136 na internetskoj stranici društva za upravljanje 224
- odgovornost iz prospekta društvo za upravljanje 137-146 pretpostavljena krivnja 138, 139 u njemačkom pravu 139-141 u sudskoj praksi SAD-a 141-146
- odobrenje HANFE 136
- pravna narav 135
- prospekt napajajućeg fonda 180

S**SAD 34-37**

- *Dodd-Frank Act* 37
- *hedge* fondovi 36, 37
- *Investment Company Act* 1940 35
- otvoreni fondovi 35
- PFIARA 2009 37
- *Unit investment trust* 35

Slovenija 44-46

- depozitar 281, 296
- društvo za upravljanje 191, 195, 201
- investicijska družba 44, 45
- investicijski kupon 45, 46
- krovni fondovi 45

- *master-feeder* strukture 45
- otvoreni fondovi 44
- zatvoreni fondovi 44
- ZISDU-2 44-46

Sukob interesa

→ v. **Izbjegavanje sukoba interesa**

Statusne promjene UCITS fonda 152-158

- bez inozemnog elementa 153-158
 - odgovornost društva za upravljanje imateljima udjela 158
 - prava ulagatelja prije provedbe statusne promjene 154, 155 pravo na otkup 154 pravo na zamjenu 154
 - pripajanje fondova 153
 - provedba statusne promjene 157, 158
 - s inozemnim elementom 153 kolizijska pravila 153 pravila neposredne primjene 153
 - spajanje fondova 153
 - statusne promjene glavnog fonda
- v. **Glavni i napajajući fond**
- uloga HANFE 155, 156
 - uloga revizora 156, 157

T**Trgovanje udjelima UCITS fonda 237-241**

- EU putovnica
- v. **EU putovnica za trgovanje udjelima UCITS fondova**
- nuđenje udjela 238, 240, 241 obveze pri nuđenju udjela 241 ovlaštene osobe 240

- zabrana poddelegacije ovlasti za nuđenje udjela 240
- oglašavanje UCITS fondova 238-240
 - izuzeta priopćenja 238
 - promidžbeni sadržaj 238
 - zabrane primjenjive na promidžbene sadržaje 239, 240
- pojam trgovanja udjelima 237, 238
- prekogranično trgovanje udjelima
 - **v. Prekogranično trgovanje udjelima UCITS fondova**

Trust 5, 27-30, 73

- razvoj u Velikoj Britaniji 27-30
- *Unit investment trust* u SAD-u
 - **v. SAD**
- *Unit trust scheme* u Velikoj Britaniji
 - **v. Velika Britanija**
- *Unit trust* u sustavu UCITS III 73
- utjecaj na razvoj investicijskih fondova 5

U

UCITS I 69, 77- 80, 84, 88

UCITS III 71-73

UCITS III Direktiva o proizvodu 73-77

- dopustivost zaduživanja na teret imovine fonda 76
- odstupanje od ograničenja za nedavno osnovane fondove 76
- pravila o ograničenjima ulaganja 74-76
- ulaganje pri repliciranju burzovnog indeksa 75
- zabrana

- stjecanja kontrole / utjecaja u odnosu na izdavatelja 76
- ulaganja u izvedenice plemenitih metala 74
- ulaganja u plemenite metale 74

UCITS III Direktiva o upravljanju 77-89

- adekvatnost kapitala društva za upravljanje 79
- *Key Information Document (KID)* 86
- mogućnost delegacije poslova društva za upravljanje 80
- načelo *home country control* 83
- nadležnosti države primateljice (*host member state*) 83
- pravo poslovnog nastana 81-83
- puni i skraćeni prospekt 84-86
- sloboda pružanja usluga 81-83
- temeljni kapital društva za upravljanje 79, 81

UCITS IV 89-91

- EU putovnica društva za upravljanje
 - **v. EU putovnica društva za upravljanje**
- EU putovnica fonda
 - **v. EU putovnica fonda**
- EU putovnica za trgovanje udjelima
 - **v. EU putovnica za trgovanje udjelima UCITS fonda**
- *Key Investor Information (KII)* 90
- *master – feeder* strukture
 - **v. Glavni i napajajući fond**
- općenito 89-91
- spajanje i pripajanje fondova 89, 90

UCITS V → v. prijedlog UCITS V**UCITS fond 72, 73, 105**

- *master-feeder* UCITS fondovi
- **v. Glavni i napajajući fond**
- pojam prema UCITS III 72
 - common funds* 72
 - investment companies* 73
 - unit trust* 73
- pojam prema ZOIFJP 105
- portfelj UCITS fonda
- **v. Portfelj UCITS fonda**
- udjel u UCITS fondu
- **v. Udjel UCITS fonda**

Udjel UCITS fonda 106-108, 108-122

- derivativno stjecanje 121, 122
 - odbijanje upisa 122
 - opoziv prijenosa 122
 - zahtjev za prijenos 122
- kao nematerijalizirani financijski instrument 106
- originarno stjecanje
- **v. Ugovor o ulaganju**
- potvrda o stjecanju 108
- prava iz udjela
- **v. Prava iz udjela UCITS fonda**
- registar udjela 107, 108, 121
 - pravna narav upisa 113-118

Ugovor o ulaganju 106-121

- način i vrijeme sklapanja 111-113
- nudjenje udjela
- **v. Trgovanje udjelima UCITS fonda**
- obveza inkorporacije pravila UCITS fonda 113
- pravna narav ugovora 111
- pravo na odbijanje ponude 112, 113
- predugovorne informacije

→ v. Predugovorne informacije o UCITS fondu

- prisilni propisi o cijeni udjela 119-121, 257
 - izlazna naknada 120, 133, 134
 - odgovornost za izračun 121, 257
 - ulazna naknada 120, 133
- upis u registar udjela 113-118

Ulagatelji

- mali 9, 10, 86, 244, 245
- pravila poslovnog ponašanja prema ulagateljima pri pružanju pomoćnih usluga 244-248
 - članstvo u Fondu za zaštitu ulagatelja 248, 249
 - razvrstavanje klijenata 244, 245
 - zaštita interesa klijenata
 - **v. Izbjegavanje sukoba interesa**
- profesionalni 9, 10, 244, 245

V**Velika Britanija 31-34**

- FSA 2010 31
- FSMA 2000 31-34
- ICVC 32
- OIEC 32, 33
- REITS 34
- *Unit trust scheme* 32, 33
- VCT 33

Z**Zabranjene radnje društva za upravljanje 249-255**

- izdavanje garancije za zajednički račun ulagatelja 252, 253
- jamčenje imovinom fonda 252, 253

- obvezivanje u odnosu na buduću imovinu 252
- odobravanje zajmova na teret zasebne imovine fonda 252, 253
- posredovanje pri kupnji i prodaji vrijednosnih papira 250
- preferiranje određenog fonda 252
- prekoračenje ograničenja ulaganja u pojedine kategorije imovine 158-171
- raspolaganje imovinom fonda 250, 251
 - pod netržišnim uvjetima 252, 251
 - za račun relevantnih osoba 250,
 - za svoj račun 250
- raspolaganje udjelima fondova kojima upravlja 251
- stjecanje 252-255
 - dionica koje nisu u potpunosti uplaćene 253
 - kontrolnog udjela u glasačkim pravima izdavatelja 254
 - kvalificiranog udjela u dužničkim vrijednosnim papirima izdavatelja 254
 - kvalificiranog udjela u instrumentima tržišta novca izdavatelja 255
 - kvalificiranog udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja 254

- značajnog udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja 254
- ulaganje imovine fonda u imovinu koja nije predviđena prospektom / pravilima fonda 251
- ustupanje / prijenos imovine fonda radi osiguranja 252
- uzimanje zajmova u korist zasebne imovine fonda 252
- zalaganje imovine fonda 252, 253

Zasebna imovina UCITS fonda 123-129

- delegacija poslova pohrane
→ **v. Delegacija poslova pohrane**
- dopustivi portfelj fonda
→ **v. Portfelj UCITS fonda**
- dužnost odijeljivanja zasebne imovine fonda
→ **v. Obveze depozitara**
- načelo
 - cjelovitosti 129, 130
 - odvojenosti 123, 124
 - ograničene odgovornosti ulagatelja 124
 - zajedničkog pripadanja ulagateljima 126-129, 131, 132
- ovlaštenici procesnopravne zaštite 129
- sastav 124-126, 158-171
- pohrana zasebne imovine fonda
→ **v. Obveze depozitara**

O AUTORIMA

Edita Čulinović-Herc redovita je profesorica i Predstojnica Katedre za trgovačko pravo i pravo društava, predstojnica Zavoda za pravo društava i financijsko pravo te voditeljica Poslijediplomskog specijalističkog studija „Financijsko pravo trgovačkih društava“ na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Rijeci. Autorica je brojnih članaka vezanih uz tržište kapitala, investicijske fondove i financijske usluge. Suurednica je triju zbornika radova u kojima su objavljeni radovi s međunarodnih znanstvenih skupova: „Zaštita potrošača i ulagatelja u europskom i hrvatskom pravu - izazovi međunarodnog tržišta roba i kapitala“ (2005), „Republika Hrvatska na putu prema Europskom pravosudnom području - rješavanje trgovačkih i potrošačkih sporova“ (2009) i „Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije“ (2011). Bila je članica radnih skupina Ministarstva financija RH za donošenje Zakona o otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom i Zakona o alternativnim investicijskim fondovima.

Dionis Jurić je izvanredni profesor na Katedri za trgovačko pravo i pravo društava na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Rijeci te sunositelj kolegija na istoj katedri. Doktorsku disertaciju pod nazivom „Pravno uređenje unutarnjeg korporacijskog upravljanja (Corporate Governance) u dioničkim društvima u hrvatskom i usporednom pravu društava“ obranio je 2006. godine na Pravnom fakultetu u Rijeci. Nositelj je kolegija „Trgovačko pravo“ na Ekonomskom i „Osnove prava društava“ na Medicinskom fakultetu Sveučilišta u Rijeci. Voditelj je modula na Poslijediplomskom specijalističkom studiju Financijsko pravo trgovačkih društava Pravnog fakulteta u Rijeci, a na doktorskom studiju istog fakulteta nositelj je kolegija „Korporativno upravljanje u dioničkim društvima“. Autor je brojnih članaka iz materije prava društava, tržišta kapitala i korporativnog upravljanja. Suurednik je zbornika radova u kojem su objavljeni radovi s međunarodnog znanstvenog skupa „Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije“ (2011). Od 2011. godine glavni je urednik Zbornika Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci.

Mihaela Braut Filipović znanstvena je novakinja na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Rijeci od 2009. godine na znanstvenoistraživačkom projektu MZOŠ-a „Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga“ te je ujedno asistentica na Katedri za trgovačko pravo i pravo društava. Studentica je Poslijediplomskog doktorskog studija za trgovačko pravo i pravo društava na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu. Objavila je nekoliko znanstvenih radova iz područja prava društava, trgovačkog prava i prava tržišta kapitala od kojih je najznačajniji rad *Legal Issues Relating to Hedge Funds and Private Equity Funds - Croatia*, objavljen u knjizi *Alternative Investment Fund Regulation* (2012) u izdanju *Kluwer Law International*. Sudjelovala je kao referent na nekoliko međunarodnih znanstvenih skupova. Tijekom 2011. i 2012. godine usavršavala se na Max Planck Institutu za međunarodno privatno pravo u Hamburgu.

Nikolina Grković znanstvena je novakinja na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Rijeci od 2012. godine na znanstvenoistraživačkom projektu MZOŠ-a „Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga“ i asistentica je na Katedri za trgovačko pravo i pravo društava. Studentica je Poslijediplomskog doktorskog studija za trgovačko pravo i pravo društava Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu. Objavila je znanstvene radove o financijskoj prijevari Madoff, o čemu je referirala na dva međunarodna znanstvena skupa. U svibnju 2012. godine pohađala je tečaj o intelektualnom vlasništvu u organizaciji Svjetske organizacije za intelektualno vlasništvo (WIPO) i Državnog zavoda za intelektualno vlasništvo RH. Od veljače 2013. godine polaznica je Poslijediplomskog specijalističkog sveučilišnog studija Financijsko pravo trgovačkih društava na Pravnom fakultetu u Rijeci.

<http://www.pravri.uniri.hr>

ISBN 978-953-6597-89-5



9 789536 597895