

SVEUČILIŠTE U RIJECI, PRAVNI FAKULTET

Suzana Audić Vuletić

**Pravno uređenje i položaj alternativnih investicijskih fondova i njihovih upravitelja pri  
ulaganju u portfeljna društva**

Doktorski rad

Mentori:

Prof. dr. sc. Edita Čulinović Herc

Izv.prof. dr. sc. Mihaela Braut Filipović

Rujan, 2024.

<b>1. UVOD</b>	<b>1</b>
1.1. Predmet istraživanja .....	2
1.2. Ciljevi i hipoteze .....	11
1.2.1. Cilj.....	11
1.2.2. Hipoteze istraživanja .....	12
1.3. Metodologija i plan istraživanja .....	12
1.3.1. Metodologija .....	12
1.3.2. Izbor pristupa i teorijsko-metodološkog okvira rješavanja problema .....	13
1.3.3. Izvedba istraživanja – načela.....	14
1.3.4. Plan istraživanja .....	15
1.3.5. Očekivani znanstveni doprinos .....	17
<b>2. POVIJESNI RAZVOJ I RAZVOJ PRAVNOG UREĐENJA DJELATNOSTI ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA</b>	<b>18</b>
2.1. Povijesni razvoj .....	22
2.2. Razvoj pravnog uređenja.....	24
2.2.1. Pravo EU-a .....	24
2.2.1.1. Uređenje fondova prije AIFMD-a.....	24
2.2.1.2. AIFMD .....	32
2.2.1.3. Uređenje alternativnih investicijskih fondova nakon AIFMD-a.....	35
2.2.1.4. Određenje alternativnih investicijskih fondova na razini Europske unije.....	42
2.2.2. Odabrana nacionalna zakonodavstva .....	44
2.2.2.1. Njemačka.....	45
2.2.2.2. Ujedinjeno Kraljevstvo .....	48
2.2.2.3. Francuska .....	50
2.2.2.4. Republika Slovenija .....	52
2.2.2.5. Republika Hrvatska .....	55
2.2.2.5.1. Tipologija alternativnih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj .....	61
2.2.2.5.1.1. Alternativni investicijski fond kao ne-UCITS fond .....	62
2.2.2.5.1.2. Alternativni investicijski fondovi s i bez pravne osobnosti .....	63
2.2.2.5.1.3. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na način nuđenja udjela – javna/privatna ponuda .....	69
2.2.2.5.1.4. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na vrstu ulagatelja.....	70
2.2.2.5.1.5. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na način upravljanja – unutarnji/vanjski upravitelj alternativnog investicijskog fonda.....	75
2.2.2.5.1.6. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na veličinu portfelja.....	76
2.2.2.5.1.7. Alternativni investicijski fondovi prema Pravilniku o vrstama alternativnih investicijskih fondova .....	79
2.2.2.5.1.7.1 Opća razlikovna obilježja fondova javnom ponudom od fondova privatnom ponudom.....	79
2.2.2.5.1.7.2. Podjela alternativnih investicijskih fondova privatnom ponudom.....	80
2.2.2.5.1.7.3. Opća pravila primjenjiva na sve alternativne investicijske fondove privatnom ponudom.....	81

2.2.2.5.1.7.4. Posebna pravila za alternativni investicijski fond rizičnog kapitala (engl. private equity).....	82
2.2.2.5.1.7.5. Posebna pravila za alternativni investicijski fond poduzetničkog kapitala (engl. venture capital) .....	84
2.2.2.5.1.7.6. Posebna pravila za alternativni investicijski fond s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine .....	85
2.2.2.5.1.7.7. Posebna pravila za specijalizirani alternativni investicijski fond.....	85

### **3. PRAVNO STRUKTURIRANJE ULAGANJA ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U PORTFELJNA DRUŠTVA**

88

3.1. Sudionici i osobitosti ulaganja pojedinih vrsta fondova .....	88
3.1.1. Razlikovnosti investicijskih tehnika PE i VC fondova u odnosu na HF.....	96
3.1.2. Ulagatelji PE i VC fondova.....	100
3.1.3. Odnos ulagatelja u alternativni investicijski fond i upravitelja alternativnog investicijskog fonda.....	103
3.1.4. Odabir pravnog oblika za alternativni investicijski fond .....	105
3.1.5. Pravna narav odnosa između ulagatelja i upravitelja alternativnog investicijskog fonda .....	115
3.1.5.1. Značaj fiducijarne pozornosti upravitelja alternativnog investicijskog fonda za ugovorni odnos upravitelja alternativnog investicijskog fonda i ulagatelja.....	125
3.1.5.1.1. Razvoj fiducijarnih dužnosti u anglosaksonskom pravnom krugu .....	126
3.1.5.1.2. Razvoj načela savjesnosti i poštenja u kontinentalnom europskom pravnom krugu .....	128
3.1.5.2. Kodifikacija fiducijarnih dužnosti upravitelja alternativnih investicijskih fondova na tržištu kapitala .....	131
3.1.5.3. Posebnosti položaja ulagatelja u alternativni investicijski fond bez pravne osobnosti .....	136
3.1.5.4. Posebnosti položaja ulagatelja u alternativni investicijski fond s pravnom osobnošću .....	141
3.1.5.4.1. Posebno o položaju ulagatelja u alternativnim investicijskim fondovima s pravnom osobnošću u Republici Hrvatskoj.....	144
3.1.5.4.2. Zatvoreni alternativni investicijski fond s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj .....	153
3.1.5.4.2.1. Razlikovnosti ugovora o upravljanju zatvorenim alternativnim investicijskim fondom s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj i poduzetničkog ugovora..	162
3.1.6. Međuzaključak .....	166
3.2. Pravni odnosi alternativnih investicijskih fondova i portfeljnog društva po etapama investicijskog ciklusa .....	168
3.2.1. Predugovorna etapa .....	169
3.2.2. Dubinsko snimanje (engl. due dilligence).....	176
3.2.3. Pregovori i ugovaranje .....	181
3.2.3.1. Pravno strukturiranje transakcije.....	182
3.2.3.1.1. Dodatna prava koja stječe alternativni investicijski fond uz financijski instrument .....	186
3.2.3.1.2. Odredbe kojima se omogućuje kontrola alternativnom investicijskom fondu nad portfeljnim društvom.....	189

3.2.4. Odnos upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva u slučaju stjecanja kontrolnih prava .....	193
3.2.4.1. Razlikovnosti dužne pozornosti uprave upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva.....	194
3.2.5. Položaj UAIF-a kao člana društva u portfeljnom društvu.....	200
3.2.6. Načelo zaštite temeljnog kapitala i tehnike financiranja stjecanja vlasničkih instrumenata .....	203
3.2.7. Ponašanje ulagatelja alternativnog investicijskog fonda u portfeljnom društvu tijekom trajanja ulaganja .....	213
3.2.7.1. Razlozi uvođenja zaštitnih mehanizama portfeljnih društava.....	213
3.2.7.2. Mehanizmi zaštite portfeljnog društva prema AIFMD-u.....	218
3.2.7.2.1. Obveze transparentnosti .....	220
3.2.7.2.2. Zabrana raspodjele imovine (engl. Asset striping).....	223
3.2.7.3. Razvojni put zaštitnih mehanizama portfeljnog društva prema pravu društava .....	225
3.2.7.3.1. Direktiva u pogledu dugoročnog sudjelovanja dioničara.....	227
3.2.7.3.1.1. Transparentnost politike sudjelovanja.....	228
3.2.7.3.1.2. Transakcije s povezanim osobama .....	233
3.2.7.2.4. Vrednovanje zaštitnih mehanizama .....	237
<b>4. SUKOB I INTERESA PRI ULAGANJU ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U PORTFELJNA DRUŠTVA I REGULATORNI MODELI NJIHOVA RAZRJEŠAVANJA</b>	<b>242</b>
4.1. Predmetno određenje sukoba interesa .....	242
4.1.1. Doktrinarne klasifikacije sukoba interesa .....	244
4.1.2. Sukob interesa između ulagatelja alternativnog investicijskog fonda i upravitelja alternativnog investicijskog fonda .....	246
4.2. Regulacija sukoba interesa .....	250
4.2.1. AIFMD .....	251
4.2.2. Strategije za sprječavanje sukoba interesa propisane Uredbom AIFM-a .....	251
4.2.2.1. Zahtjev za utvrđivanjem odnosa kontrole .....	252
4.2.2.2. Organizacijska struktura upravitelja alternativnog investicijskog fonda kao dio strategije sprječavanja sukoba interesa.....	253
4.2.2.2.1. Funkcija upravljanja rizicima.....	256
4.2.2.2.2. Funkcija usklađenosti .....	257
4.2.2.2.3. Funkcija interne revizije .....	259
4.2.3. Razotkrivanje sukoba interesa.....	260
4.3. Sukob interesa između upravitelja alternativnog investicijskog fonda i portfeljnog društva .....	261
4.4. Koncept društveno odgovornog / održivog ulaganja i njegova uloga u razrješavanju sukoba interesa .....	266
4.4.1. Promjena paradigme korporativnog upravljanja .....	269
4.4.1.1. Odgovorno / održivo ulaganje (engl. Responsible Investment (RI)) .....	274
4.4.1.2. Nužnost razvijanja dobrih praksi.....	279
4.4.1.2.1. UN načela za odgovorno ulaganje (engl. United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI)) .....	280
4.4.1.2.2. Globalna načela upravljanja (engl. Global Governance Principles) .....	281

4.4.1.2.3. ICGN Vodič o fiducijarnim obvezama ulagatelja (engl. ICGN Guidance on Investor Fiduciary Duties).....	281
4.4.1.2.4. The UK Stewardship Code 2020.....	283
4.4.2.2. Zakonodavni okvir koncepta održivosti.....	286
4.4.2.2.1. Uredba o taksonomiji .....	287
4.4.2.2.2. Uredba SFDR .....	289
4.4.2.2.3. Validacija novoga zakonodavnog okvira iz područja „održivosti“ .....	292
<b>5. ZAKLJUČAK</b>	299
<b>6. LITERATURA</b>	319

## 1. UVOD

Fondovi poduzetničkog kapitala (engl. *venture capital*) i fondovi rizičnog kapitala (engl. *private equity*) vrsta su alternativnih investicijskih fondova (u daljnjem tekstu: AIF). Ulaganjem u takve fondove disperzira se rizik ulaganja jer se on dijeli na veći broj ulagatelja. Oni ulažu u trgovačka društva koja su generatori gospodarskoga rasta, te osim što time AIF-ovi ispunjavaju važnu funkciju pribavljanja alternativnih izvora financiranja, oni svojim ulaganjima preuzimaju i društvenu odgovornost, jer se rastom portfeljnih društava povećava ili održava zapošljivost, osvajaju nova tržišta i sl. No AIF-ovi svoj utjecaj ostvaruju i na financijsko tržište unutar kojeg djeluju. S obzirom na to da se nerijetko koriste instrumentom financijske poluge (engl. *leverage*),<sup>1</sup> odnosno zaduživanjem koje nije pokriveno, što je ta poluga veća to je veća njihova izloženost. Ona kod fondova velike vrijednosti imovine može izazvati i ugrozu financijskog sustava u cjelini. Stoga, budući da upravitelji takvih fondova koriste rizične objekte ulaganja i napredne investicijske tehnike, ako upravljaju fondovima čija je vrijednost imovine značajna, mogu generirati i sistemski rizik.<sup>2</sup> Radi stabilizacije i sigurnosti financijskog sustava, nakon nekih neuspješnih rizičnih ulaganja koje su takvi fondovi poduzeli diljem svijeta, a koja su prouzročila velike potrese u ekonomijama država te intervencija tih država usmjerenih na očuvanje sigurnosti financijskog sustava, pristupilo se njihovom pravnom uređenju na razini EU-a. To je učinjeno putem Direktive 2011/61/EU o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (u daljnjem tekstu: AIFMD)<sup>3</sup> u cilju ujednačavanja postupanja upravitelja fondova, preveniranja nastupa sistemskog rizika, zaštite ulagatelja te osiguravanja ujednačenog EU tržišta za upravitelje AIF-ova, i to putem instituta „putovnice“.<sup>4</sup> U Republici Hrvatskoj (u daljnjem tekstu: RH) AIFMD je 2013. godine provedena Zakonom o alternativnim

---

<sup>1</sup> Financijska poluga (engl. *leverage*), znači svaku metodu, s pomoću koje upravitelj AIF-a povećava izloženost AIF-a kojim upravlja, bilo pozajmljivanjem gotovoga novca, ili vrijednosnih papira, ili financijskom polugom ugrađenom u pozicije izvedenica ili bilo kojim drugim sredstvima (članak 4. Direktive AIFMD-a, vidi bilj. br. 3).

<sup>2</sup> Sistemski rizik je rizik od poremećaja u financijskom sustavu koji bi mogao imati ozbiljne negativne posljedice za financijski sustav i gospodarstvo u cjelini. Vidi više o sistemskom riziku, str. 33.

<sup>3</sup> Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010 (u daljnjem tekstu: AIFMD), SL 174/1, 8.6.2011.

<sup>4</sup> *Putovnica* je jedan od ciljeva AIFMD-a s namjerom uspostave zajedničkih zahtjeva koji uređuju odobrenje za rad i nadzor upravitelja AIF-ova kako bi se osigurao usklađen pristup u pogledu povezanih rizika i njihov učinak na ulagatelje i tržišta u Uniji. Vidi točku 4. preambule AIFMD-a.

investicijskim fondovima<sup>5</sup> (u daljnjem tekstu: ZAIF), kojim su propisani uvjeti za osnivanje i rad AIF-a kao i upravitelja AIF-a (u daljnjem tekstu: UAIF). Dok su osnove uređenja propisane samim zakonom, na temelju podzakonskih akata Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga<sup>6</sup> uređeno je detaljnije njihovo ustrojstvo i djelovanje. U istraživanju će se usporediti fondovi poduzetničkog i rizičnog kapitala, odnos između ulagatelja u AIF-u i UAIF-u te AIF-a i društva u koje AIF/UAIF ulaže sredstva fonda (u daljnjem tekstu: portfeljno društvo). Analizirat će se pravni položaj sudionika ulaganja u fondove rizičnog kapitala, a to su ulagatelji u AIF, UAIF i portfeljno društvo te njegovi ulagatelji, kao i zaštitni mehanizmi koji se koriste pri pravnom oblikovanju transakcija između ovih sudionika, a posebice će se staviti naglasak na potencijalni sukob interesa UAIF-a u odnosu na portfeljno društvo koje je predmet ulaganja. Rezultati te analize biti će osnova za prijedloge promjena postojećeg zakonodavstva u cilju uravnoteženja pravnog položaja stranaka koje su sudionici transakcije ili iznalaženja drugih regulatornih pristupa, odnosno uređenje odnosa soft lawom.

### 1.1. Predmet istraživanja

Predložena doktorska disertacija smjera istražiti pravno uređenje AIF-ova poduzetničkog (engl. venture capital) i rizičnog kapitala (engl. private equity) koji su, kao podvrsta AIF-a, usmjereni na ulaganja u trgovačka društva u ranoj etapi razvoja (engl. startup) ili se radi o razvijenim društvima kojima je potrebna dokapitalizacija ili restrukturiranje.<sup>7</sup>

AIF-ovi, kao investicijski fondovi koji se osnivaju u svrhu prikupljanja sredstava pretežno privatnom, ali moguće i javnom ponudom od ulagatelja, ulažu ta sredstva u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljevima AIF-a isključivo u korist ulagatelja. Oni zauzimaju važno mjesto u poduzetničkom financiranju jer društva u koja oni ulažu - portfeljna društva, ne posjeduju povijesni prikaz, odnosno prihvatljive kolaterale, što bi im u većoj mjeri osigurala

---

<sup>5</sup> Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 16/13. te izmijenjeni Narodne novine, br. 143/2014, koji su stavljeni izvan snage i zamijenjeni Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 21/18. te izmjenom, Narodne novine, br. 126/19., 110/21. i 83/23. (u daljnjem tekstu: ZAIF).

<sup>6</sup> Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (u daljnjem tekstu: HANFA) nadzorno je tijelo u čiji djelokrug i nadležnost spada nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te pravnih i fizičkih osoba koje te usluge pružaju. Vidi Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih institucija, Narodne novine, br. 140/05., 154/11., 12/2012.

<sup>7</sup> Levin, Jack S., Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2011., str. 1.13.-1.15.

dostupnost bankovnih kredita. Također se može raditi o društvima čija je kreditna sposobnost, sposobnost vraćanja duga dvojbena te zbog toga nisu prikladni korisnici kredita.<sup>8</sup>

Iz tih razloga AIF-ovi zauzimaju važnu tržišnu nišu poduzetničkog financiranja te djeluju podupiruće na opći gospodarski rast. Tako se bilježi povećanje tržišnoga segmenta investicijskih fondova EU-a koji su u lipnju 2017. upravljali imovinom ukupne vrijednosti od 14 310 milijardi eura što uključuje i UCITS i AIF fondove. Iako se na financijskom tržištu EU-a upravlja manjim obujmom imovine negoli na financijskom tržištu SAD-a, u EU-u ima znatno više fondova (58 125 u odnosu na 15 415 u SAD-u).<sup>9</sup> To upućuje na zaključak da upravitelji fondova u EU-u upravljaju u prosjeku fondovima znatno manje veličine. No, u EU-u svjedočimo razvoju industrije AIF-a, a u prilog tomu govori podatak da je krajem lipnja 2020. godine<sup>10</sup> vrijednost neto imovine AIF-ova na razini EU-a činila 57,8 % bruto domaćega proizvoda<sup>11</sup> (u daljnjem tekstu: BDP).<sup>12</sup>

Kao što je već rečeno, upravo zbog svoje tržišne zastupljenosti, AIF-ovi preuzimaju i određenu mjeru društvene odgovornosti jer osiguranjem rasta i razvoja portfeljnih društava kroz instrumente financiranja koji su tipični za AIF-ove, utječu na povećanje ili održavanje zapošljivosti, osvajanje novih tržišta i sl. Svojim ulaskom u portfeljna društva, zbog posebne ekspertize koju ti fondovi, odnosno njihovi upravitelji imaju, oni tijekom trajanja ulaganja nerijetko optimiziraju korporativnu strukturu društva i postavljanjem miljokaza koje portfeljno

---

<sup>8</sup> O tome općenito vidi u: Cumming, Douglas, Fleming, Grant, Schweinbacher, Armin, The structure of venture capital funds, u: Landström, H. (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 5., str. 155-176., Busenitz, Lowell W., Innovation and performance implications of venture capital involvement in the ventures they fund, u: Landström, H. (ed.), op. cit., pogl. 8., str. 219-235., str. 225 i dalje. Vidi i: Ludovic, Phalippou, Private Equity Funds' Performance, Risk and Selection, str. 1-36., dostupno na: file:///C:/Users/dell/Downloads/SSRN-id1636190.pdf (1.12.2019.).

<sup>9</sup> Podatak preuzet iz Prijedloga Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o olakšavanju prekogranične distribucije fondova za zajednička ulaganja i izmjeni Uredaba (EU) br. 345/2013 i (EU) br. 346/2013, Bruxelles, 12.3.2018. COM (2018) 110 final od 12.3.2018, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:52018PC0110> (17.5.2018.).

<sup>10</sup> Podatak preuzet iz konačnoga prijedloga Zakona o izmjenama i dopunama ZAIF-a od 9. rujna 2021., str. 42., dostupno na: [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-09-09/165502/PZE\\_152.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-09-09/165502/PZE_152.pdf) (17.11.2021.).

<sup>11</sup> Bruto domaći proizvod – BDP „je ukupna vrijednost robe i usluga proizvedenih u gospodarstvu tokom određenog razdoblja“. Krueger, Dirk, Makroekonomika (Intermediate Macroeconomics), prevedeno i prilagođeno po Bićanić Ivo ... [et al.], Zagreb, Ekonomski fakultet, 2009., str. 10., dostupno na: [https://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/za%20studente/elektronicki%20udzbenici/Krueger\\_Makroekonomika.pdf](https://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/za%20studente/elektronicki%20udzbenici/Krueger_Makroekonomika.pdf) (17.11.2021.).

<sup>12</sup> Europski revizorski sud u svom Tematskom izvješću 4/2022, jedinstveno tržište investicijskih fondova ističe da: „iako se vrijednost fondova sa sjedištem u EU-u povećala, i dalje je mnogo manja od vrijednosti ekvivalentnih fondova u SAD-u. Osim toga, većina najvećih upravitelja imovinom u svijetu i dalje ima sjedište u SAD-u. Od 20 najvećih upravitelja imovinom u svijetu samo njih dvoje imaju sjedište u EU-u“, dostupno na: [https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR22\\_04/SR\\_SM-for-Invest-Funds\\_HR.pdf](https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR22_04/SR_SM-for-Invest-Funds_HR.pdf), str. 7. (15.7.2023.).



društvo mora postići u pojedinim rundama AIF financiranja i proaktivnim sudjelovanjem u korporativnom upravljanju portfeljnim društvom.

Osim što utječu na rast i razvoj portfeljnih društava, AIF-ovi utječu i na financijsko tržište unutar kojeg djeluju. Njihova su ulaganja po naravi visoko rizična. Naime, kada je u pitanju tek osnovano društvo njegova sposobnost generiranja dobiti tek se treba iskazati. Pritom, ako je riječ o ulaganju u posrnulo društvo, može biti upitna njegova sposobnost vraćanja uloženoga kapitala. Zbog toga se AIF-ovi, odnosno njihovi upravitelji, nerijetko koriste naprednim investicijskim tehnikama, među kojima je osobito važno korištenje instrumenta, tzv. financijske poluge - leverage<sup>13</sup> i raznim drugim oblicima neutralizacije vlastitog rizika – hedging<sup>14</sup> u kojima im kao suprotne ugovorne strane stoje investicijske banke, odnosno kreditne institucije.<sup>15</sup> Kako ti financijski instrumenti povećavaju izloženost banaka, ako se oni koriste prekomjerno i ako su pritom u većoj mjeri nepokriveni, to može dovesti do ugroze financijskog sustava u cjelini. Zbog toga je pravo EU-a u cilju uspostave uravnoteženog level playing fielda na razini EU-a, pristupilo uređenju ovog segmenta tržišta ponajprije uređenjem UAIF-ova, odnosno postavljanjem određenih organizacijskih i operativnih zahtjeva poslovanja, među kojima je osobito važna funkcija upravljanja rizikom. EU zakonodavac također je vodio računa o tome da se pod regulatorni nadzor stave upravitelji koji upravljaju AIF-ovima određene veličine, kako zbog znatne imovine kojom upravljaju ne bi ostali „ispod radara“. To su razlozi koji su doveli do toga da je na razini EU-a donesen AIFMD.<sup>16</sup>

Pošavši od toga da je središte razmatranja na upraviteljima, a manje na raznorodnim oblicima AIF-ova kojima mogu upravljati, AIFMD ostavlja mogućnost državama članicama da same reguliraju vrste i oblike AIF-ova, u skladu s postojećim zakonodavstvom i osobitostima tržišta. U RH to je učinjeno donošenjem ZAIF-a, koji je u međuvremenu nekoliko puta izmijenjen.<sup>17</sup> Tim su krovnim zakonom propisani uvjeti za osnivanje i rad AIF-a, kao i UAIF-a. No, tipologiju

---

<sup>13</sup> Vidi bilj. br. 1.

<sup>14</sup> Vidi više o *hedgingu* kao strategiji zaštite od rizika u: Šperanda, Ivo, Tršinski, Zoran, Hedging as a business risk protection instrument, *Ekonomski vjesnik*, vol. 28, br. 2(2015), str. 551-565., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/150389> (22.12.2021.).

<sup>15</sup> Mijatović, Nikola, Špoljarić, Danko, Teorijsko određenje i pravno uređenje hedge fondova, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol. 61, br. 3(2019), str. 897-926. O tome općenito vidi u: Chincarini, Ludwig, Hedge Funds – An Introduction, u: Athanassiou, P. (ed.), *Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments*; Cheltenham, UK, Northampton, MA, Elgar Edward, 2012., str. 1-13.

<sup>16</sup> Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014., str. 269-320.; Ferran, Eilis, *The Regulation of Hedge funds and Private equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis*, Law working paper, br. 176(2011), str. 2-32., dostupno na: [http://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/SSRN-id1762119.pdf](http://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id1762119.pdf) (20.10.2016.).

<sup>17</sup> Vidi bilj. br. 5.

AIF-ova razradio je sam regulator – HANFA, podzakonskim aktima kojima je detaljnije uređeno njihovo ustrojstvo i djelovanje, a svoje stavove u primjeni iskazuje kroz mišljenja i smjernice.<sup>18</sup>

Iako su na temelju recepcije AIFMD-a u ZAIF-u stvoreni temelji djelovanja UAIF-a u novim uvjetima hrvatskoga tržišta kapitala, koje je postalo sastavni dio europskoga tržišta kapitala, tipologija fondova zakonom je uređena u temeljnom obliku, a u transakcijskom smislu ovaj pravni posao ulaganja ostao je većim dijelom neuređen.

U tom kontekstu, budući da je riječ o transakcijama između trgovaca u kojoj materiji prevladavaju dispozitivni propisi i široka autonomija volje ugovornih strana, pregovaračka snaga UAIF-a dominantno je obilježje cijeloga transakcijskog procesa. Ako se pritom još uzme u obzir da se na strani AIF-a pojavljuje, primjerice, inozemni UAIF, koji djeluje na razvijenom financijskom tržištu i ima bogato transakcijsko iskustvo, sužava se zona pregovaranja za portfeljno društvo u pogledu strukturiranja transakcije. Sve veća prisutnost inozemnih upravitelja fondova na hrvatskom tržištu kapitala poduprta je činjenicom da je HANFA do kraja 2021. godine zaprimila 131 obavijest o namjeri prekograničnog trgovanja udjelima investicijskih fondova, odnosno obavljanja djelatnosti društava za upravljanje u odnosu na AIF.<sup>19</sup> Pri strukturiranju transakcije vodi se računa o prisilnim propisima prava društava (ili tržišta kapitala) koja se primjenjuju na portfeljno društvo. Predmet su pregovaranja svakako i okolnosti koje utječu na procjenu vrijednosti samoga portfeljnog društva. Zbog toga AIF-ovi i provode dubinsko snimanje društva (engl. due diligence),<sup>20</sup> posebno ako je riječ o razvijenim društvima koje je potrebno dokapitalizirati.<sup>21</sup>

Nakon što UAIF procijeni portfeljno društvo, osim složenih ugovora koji prate ovaj oblik ulaganja, važan je element strukturiranje i odabir financijskog instrumenta koji se koristi pri ulaganju u portfeljno društvo, jer postoji široka paleta takvih instrumenata, od tzv. vlasničkih instrumenata,<sup>22</sup> odnosno dionica (engl. equity), do običnog zaduživanja, npr. emisijom obveznica (engl. debt), odnosno kombinacija obaju oblika, od kojih su neki bliži equityju, a

---

<sup>18</sup> Vidi mrežne stranice HANFE: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/regulativa/alternativni-investicijski-fondovi/> (22.12.2022.)

<sup>19</sup> Vidi mrežne stranice HANFE: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/notifikacije-iz-dr%C5%BEava-%C4%8Dlanica-eu/> (28.11.2021.).

<sup>20</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.2. Dubinsko snimanje, str. 173. i dalje.

<sup>21</sup> Općenito o tome vidi u: Yung, Chris, *Venture Capital before the First Dollar: Deal origination, screening and Evaluation*, u: Cumming, D. J. (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, New York, Oxford, Oxford University Press, 2012., str. 303-327.

<sup>22</sup> Izraz „vlasničkih instrumenata“ koristi se u nepravnom izričaju.

drugi debtu.<sup>23</sup> Pritom valja napomenuti da su za AIF dužnički instrumenti puno sigurniji odabir zbog fiksne obveze povrata, dok vlasnički instrumenti ovise o ostvarenoj dobiti.

Za ulaganje AIF-ova tipično je i da se transakcija odvija po rundama financiranja, gdje je svaka iduća runda uvjetovana ostvarenjem, tzv. miljokaza one prethodne, a to može biti popraćeno i promjenom financijskog instrumenta u idućoj rundi. Pri tom je nužno istaknuti da neispunjavanje miljokaza često dovodi do uskrate novih rundi financiranja, odnosno do dospijeca cjelokupnog duga, ili do konverzije dioničarskoga kapitala u obveznički. Osim toga, pravno složenoga, strukturiranja transakcije koja se tijekom vremena mijenja, AIF-ovi su poznati po ugovaranju dodatnih zaštitnih ugovornih klauzula, poput onih o zabrani razvodnjavanja temeljnog kapitala,<sup>24</sup> zabrani konkurencije, a putem kojih maksimalno nastoje zaštititi svoj položaj u portfeljnom društvu. Upravitelji fondova bave se „financijskim ugovaranjem“ kao svojom osnovnom djelatnošću, priskrbljujući drugoj strani u tom procesu, portfeljnom društvu, kapital za razvoj ili opstanak, istodobno strukturirajući transakciju tako da sebi, odnosno svojim ulagateljima, osiguraju relativno brz i pogodan izlazak iz transakcije.

Naime, radi se o ulagateljima koji ulažu s ograničenim vremenskim horizontom nakon kojeg slijedi izlaz (engl. exit) iz ulaganja, pri čemu se nastoji ostvariti što veća stopa povrata. S obzirom na sve navedeno, AIF, odnosno njegov upravitelj, u odnosu na portfeljno društvo iskazuje se kao jača ugovorna strana koja diktira ritam i elemente pregovora.<sup>25</sup> Ako je riječ o ulaganju inozemnog AIF-a koji već ima standardizirane modele ulaganja, onda se oni samo prilagođavaju lokalnom tržištu. S druge strane, portfeljno društvo koje je u financijskoj potrebi već je samom tom činjenicom u podređenom položaju, a pritom se ne može nositi s ulagačkom ekspertizom profesionalnog ulagatelja kao što je UAIF. Najjača komparativna prednost koju portfeljno društvo ima u transakcijskom procesu je u tome što ono poznaje prednosti i nedostatke, opasnosti i prijetnje vlastitog poslovanja. S obzirom na to da je riječ o transakciji koja se u cijelosti ili barem pretežno odvija u sferi dispozitivnosti postavlja se pitanje, treba li zakonodavac u korist portfeljnog društva propisati određene zaštitne mehanizme, postoje li ti mehanizmi prema pravu društava i pravu tržišta kapitala de lege lata, ili ih je tim propisima nužno posebno propisati? Ako je navedeno potrebno, postavlja se pitanje je li takav model

---

<sup>23</sup> Tako primjerice, tzv. *mezanin financiranje*, financiranje s emisijom zamjenjivih obveznica o čemu vidi više u poglavlju: 3.2.3.1. Pravno strukturiranje transakcije, str. 180. i dalje.

<sup>24</sup> Vidi bilj. br. 30. Više o tim navodima vidi u: David, Denis J., *Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence*, Elsevier-Journal of corporate finance, vol. 10 (2004), str. 301-326., dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.466.141&rep=rep1&type=pdf> (21.8.2017.).

<sup>25</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*, Amsterdam, Elsevier, 2014., str. 80.

uređenja odnosa kroz propise prava društava ili prava tržišta kapitala uopće prikladan ili je potreban neki drugi regulatorni pristup (putem soft lawa, kodeksa AIF-ova i sl.).

Važan problem odnosa između portfeljnog društva i UAIF-a kome je to društvo objekt ulaganja, jest upravo spomenuti nedostatak informacija koje AIF ima u pogledu samoga ciljnog portfeljnog društva, koje se još naziva informacijskom asimetrijom.<sup>26</sup> Portfeljno društvo kako bi postiglo što bolju cijenu ili uvjete financiranja nastojat će ne razotkriti informacije koje mogu oslabiti njegovu ionako slabu pregovaračku snagu. S obzirom na to da AIF-ovi najčešće ulažu u neuvrštena društva (jer uvrštena društva imaju pristup kapitalu ulagatelja korištenjem javne ponude svojih vrijednosnih papira), taj je problem dodatno izražen jer ta društva ionako objavljuju o sebi manje informacija negoli što to čine uvrštena društva.

Upravo taj nedostatak, odnosno asimetrija informacija, koja je najviše izražena u etapi ulaska AIF-a u portfeljno društvo, ali koja postoji i kasnije, stvara nejednakosti između sudionika transakcije, različitog intenziteta u različitim etapama, koje nisu pravno uređene. Asimetrija se pojavljuje već u prvoj etapi procesa, odnosno u prvom kontaktu između AIF-a i portfeljnog društva. Informacijska asimetrija odnosi se na činjenicu da poduzetnik i/ili dioničar, udioničar, zna više o svom projektu negoli vanjski ulagatelj poput AIF-a. Da bi vanjski ulagatelj pouzdano procijenio svoj predmet ulaganja (u ovom slučaju portfeljno društvo), samom trošku kredita se pridodaje i trošak dubinskog snimanja, due diligence, radi procjene vrijednosti portfeljnog društva, što ga čini per se skupljim. Zbog toga se portfeljno društvo jeftinije financira iz dobiti negoli putem vanjskog kapitala ili vanjskog dužničkog ili vlasničkog financiranja. Također, ako se portfeljno društvo oslanja na vlastite resurse (ako ga financiraju postojeći dioničari, odnosno udjelničari), ne dolazi do razvodnjavanja vlasničke strukture<sup>27</sup> do koje naprotiv dolazi kada u društvo ulaže vanjski ulagatelj. O tome koliko će kapitala moći portfeljno društvo prikupiti, ovisit će ponajprije o stupnju informacijske asimetrije koju trpi ulagatelj, te o njegovoj sposobnosti i mogućnosti da je ublaži provedbom dubinskog snimanja društva.

Sljedeća etapa procesa u kojoj je asimetrija iznimno naglašena je pristupanje pregovorima i ugovaranje same transakcije. VC/PE su najsofisticiraniji posrednici koji imaju sposobnost

---

<sup>26</sup> Općenito o tome vidi u: *ibid.*

<sup>27</sup> Općenito o odredbama o zabrani razvodnjavanja temeljnog kapitala vidi u: Bengtsson, Ola, Ravid, Abraham S., *The Geography of Venture Capital Contracts*, Working Paper, University of Illinois at Champaign-Urbana and Yeshiva University, str. 3-43., dostupno na: <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/GeographyVentureCapitalContracts.pdf> (28.2.2021.). Vidi više i u poglavlju 3.2.3.1.1. Dodatna prava koja stječe alternativni investicijski fond uz financijski instrument i bilj. br. 30.

ublažavanja, tzv. agency problema.<sup>28</sup> Riječ je o sukobu interesa koji izbija zbog mogućih divergentnih ciljeva ulagatelja AIF-a (naglašena maksimizacija dobiti za same ulagatelje) i uprave portfeljnog društva (potreba da se dobit upotrijebi za razvijanje poslovanja). Jedan o najvažnijih koraka i načina kako to uspijevaju jest da pronađu prikladan financijski instrument u kojem će biti utjelovljena sva prava koja su im potrebna da to ulaganje učinkovito kontroliraju.<sup>29</sup> No osim toga, AIF-ovi se vrlo često koriste ugovaranjem široke palete zaštitnih odredbi, koje su usmjerene na kontrolu transakcijskog tijeka ili upravljanja društvom (engl. cash flow rights, control rights) ili preveniraju/sankcioniraju nastup određenih nepoželjnih događaja, kao što je primjerice odredba o zabrani razvodnjavanja anti-dilution rights clause.<sup>30</sup>

Složenost transakcije u kojoj UAIF donosi odluku o ulaganju u portfeljno društvo, ali u korist i za račun ulagatelja u AIF-u kojim upravlja, dodatno se povećava kada AIF, ulaskom u „equity poziciju“, postaje dioničar/udjelničar portfeljnog društva. Slijedom navedenoga, u toj se transakciji za UAIF pojavljuje intenzivan sukob interesa, jer on s jedne strane mora postupati u najboljem interesu ulagatelja koji su uložili u fond kojim on upravlja, a kao dioničar/udjelničar društva treba djelovati u najboljem interesu društva.<sup>31</sup> Zbog kontrolnih prava koje UAIF najčešće za sebe pridržava (npr. određeni broj članova u nadzornom odboru), AIF-ovi/UAIF-ovi, odnosno njihovi predstavnici u tijelima portfeljnog društva mogu znatno utjecati na

---

<sup>28</sup> Agencijska teorija bavi se proučavanjem odnosa između vlasničke i kontrolne funkcije u društvima. Ona objašnjava odnos između principala (vlasnika - dioničara) i agenta (menadžera). Principal povjerava agentu provedbu određenih zadataka u namjeri ostvarenja nekog cilja te mu osigurava određena sredstva za njegovo ispunjenje. Agent se angažira zbog nedostatka odgovarajućeg iskustva i znanja principala te upravo tim delegiranjem ovlasti nastaje odnos principal – agent. Njihov se odnos regulira ugovorom, kojim se nastoji pronaći način na koji će se pomiriti želja principala da minimalizira naknadu agentu, a agenta da maksimizira vlastitu korist. Kada uprava posjeduje samo mali dio društva za koji radi, a većinski dioničari (zvani principali) nisu ujedno i članovi uprave trgovačkog društva, članovi uprave su agenti vlasnika. Ovo razvodnjavanje vlasništva i kontrole uključuje moralni hazard kod kojeg uprava (agenti) koji imaju kontrolu mogu djelovati u svom, a ne u interesu dioničara (principala). To je slučaj i kada UAIF koristi sredstva ulagatelja za osobne potrebe ili za jačanje svog osobnog utjecaja u društvu (kroz spajanja, preuzimanja), ali bez financijskih pogodnosti za ulagatelje. Vidi više o razlozima nastanka i posljedicama agencijskog problema u: Cumming, Douglas John, Sofia, A., *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*, Amsterdam, Elsevier, 2014., str. 44-60. Vidi više i u: Mehta, Vijay, *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*, str. 3-48., dostupno na: [http://repository.upenn.edu/wharton\\_research\\_scholars](http://repository.upenn.edu/wharton_research_scholars) (16.3.2020.); Kršnjavi, Mladen, *Korporativno upravljanje u Hrvatskoj s komparativnim prikazom u zemljama Europske unije*, Zagreb, Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet, 2016.; Goić, Srećko, *Teorija agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenom poslovanju*, Računovodstvo i financije, br. 11, (1999.), str. 84.

<sup>29</sup> Mendoza, Jose Miguel, Van der Elst, Christoph, Vermeulen, Erik P. M., *Entrepreneurship and Innovation: The Hidden Costs of Corporate Governance in Europe*, *South Carolina Journal of International Law and Business*, vol. 7, br.1(2010), str. 1-47.

<sup>30</sup> *Anti-dilution rights clause* ugovorna je odredba koja ulagatelju daje pravo da zadrži isti postotak vlasništva nad portfeljnim društvom kupnjom razmjernog iznosa dionica u budućnosti kada se izdaju vrijednosni papiri ili nova emisija vrijednosnih papira. O vrstama tih ugovornih odredbi vidi više, str. 184.

<sup>31</sup> Zetsche, Dirk A., Preiner, Christina D., *CSR, Responsible Investments and the AIFMD*, u: Zetsche, D. A. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds*, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., pogl. 8., str. 137-158.

upravljanje društvom, a u toj ulozi interese svojih ulagatelja mogu pretpostaviti interesima društva čiji su (privremeni) dioničari/udjelničari. Zbog toga su AIF-ovi, posebno unutar njih hedge fondovi (u daljnjem tekstu: HF) ili AIF fondovi koji ulažu putem leveraged buyout (u daljnjem tekstu: LBO) transakcija,<sup>32</sup> dugo bili opisivani kao fondovi koji poput skakavaca (engl. locust phenomenon) u najezdi zauzmu portfeljno društvo, zatim ga opustoše u korist svojih ulagatelja (npr. utječu na donošenje odluke o prodaji ključne imovine), te ga nakon toga napuste (engl. exit) ostavljajući vrlo često portfeljno društvo kao ekonomski praznu jezgru. To u potpunosti opovrgava željeni učinak AIF-ova jer umjesto željene optimizacije poslovanja i boljitka za društvo u cjelini dolazi do suprotnoga učinka, iz društva biva izvučena njegova ekonomska supstanca ili (ras)prodana vrijedna imovina (engl. asset stripping).<sup>33</sup> Zbog toga AIFMD uvodi određene zaštitne mehanizme.<sup>34</sup> Kako društvo bez ključne imovine ne može postići očekivane poslovne rezultate dolazi do otpuštanja radnika ili čak do prestanka društva.<sup>35</sup> Izvor ovoga sukoba interesa ima svoju podlogu i u tome što upravitelji AIF-ova, ostvaruju razmjerno visoku naknadu za upravljanje fondom, na račun svojih ulagatelja. Naknada je tako strukturirana da njezin znatan dio ovisi i o uspješnosti AIF-a i njegovih prinosa, što dodatno motivira UAIF da djeluje u interesu maksimizacije dobiti ulagatelja. Kako bi se preveniralo preveliko preuzimanje rizika od UAIF-a u smjernicama ESMA-e<sup>36</sup> izdane su preporuke UAIF-

---

<sup>32</sup> Kod *leveraged buyout* transakcija AIF financira portfeljno društvo sredstvima koje će steći zaduživanjem. Osnovne karakteristike koje bi portfeljno društvo trebalo imati da bi bilo cilj AIF-a pri LBO-u jest da portfeljno društvo ima stabilan i predvidiv novčani tijek (engl. *cash flow*) i dosta imovine. Snažan novčani tijek daje sigurnost fondu da će portfeljno društvo moći otplaćivati dug, a imovina daje sigurnost kreditorima da će moći namiriti svoja potraživanja. Kombinacija ta dva elementa daje sigurnost fondu da će dobiti kredit. Dug se obično sastoji od osiguranog duga – *senior* duga (za koji su kamate manje od 5 do 7 %) te *junior* – neosiguranog duga (duga koji je subordiniran osiguranom dugu za koji su i kamate veće od 7 do 15 %). Još jedna vrsta duga koju koristi LBO su *sellers notes* - uprava društva, bilo dotadašnja koja ostaje ili nova uprava, također sudjeluje u kapitalu s jednim manjim dijelom (time i uprava i društvo imaju isti cilj, a s druge strane pokazuju ulagateljima da uprava vjeruje u transakciju). Vidi više o navodima u: Kaplan, Steven N., Stromberg, Per, Leveraged buyouts and private equity, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, br. 1(2009), str. 121-146.

<sup>33</sup> Upravo u cilju zaštite portfeljnog društva AIFMD uvodi odredbu o zabrani raspodjele imovine. To se odnosi na situacije kada AIF, pojedinačno ili zajednički, stekne kontrolu nad neuvrštenim društvom ili izdavateljem i tada UAIF koji upravlja takvim AIF-om, tijekom razdoblja od 24 mjeseca nakon stjecanja kontrole ne smije omogućavati, podupirati ili davati upute o bilo kakvoj raspodjeli, smanjenju kapitala, otkupu dionica i/ili stjecanju vlastitih dionica društva, ili kada glasa na skupštini portfeljnog društva obavezan je ne glasovati u korist prethodno navedenih situacija, odnosno trebao bi spriječiti takve situacije. Vidi članak 30. AIFMD-a. Više o zabrani raspodjele imovine vidi u poglavlju: 3.2.7.2.2. Zabrana raspodjele imovine – *Asset stripping*, str. 220. i dalje.

<sup>34</sup> Više o zaštitnim mehanizmima, vidi u: Čulinović-Herc, Edita, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, vol. 38, br. 1(2017), str. 51-89.

<sup>35</sup> Clerc, Christophe, *The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms*, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., str. 575-591.

<sup>36</sup> European Securities and Market Authority – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržište kapitala – (u daljnjem tekstu: ESMA) neovisno je tijelo EU-a čija je svrha poboljšati zaštitu ulagatelja i promicati stabilna i uređena financijska tržišta, dostupno na: [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma\\_hr](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_hr) (11.01.2020.).

u o održavanju usklađenosti između stabilnog financijskog položaja i nagrađivanja, isplate i stjecanja varijabilne naknade te transparentnog izvještavanja ulagatelja o njima<sup>37</sup> koje upravo imaju zadatak da zauzdaju veliki apetit za rizikom UAIF-ova te samim time i preveniraju potencijalni sukob interesa.

Konačno, navedeni sukob interesa egzistira i pri izlasku AIF-a iz portfeljnog društva. Kao što je već navedeno vremenski horizont ulaganja AIF-ova, za razliku od osnivača portfeljnog društva, je ograničen. Izlazak iz ulaganja (engl. exit) označava onu točku u kojoj AIF ostvaruje povrat svog ulaganja. Taj se izlazak najčešće odvija kroz javnu ponudu dionica toga društva na tržištu kapitala ili prodaju tih dionica strateškom partneru (npr. konkurentu iz istoga tržišnog segmenta). Izlazak se često događa prodajom portfeljnog društva drugom AIF-u, specijaliziranom za financiranje određene naprednije etape (engl. stage) poduzetničkog financiranja ili putem nazadkupnje ranijem vlasniku portfeljnog društva, pri čemu se potonji oblik ne smatra osobito uspješnim načinom izlaska. Stoga je ova situacija opet izvor sukoba interesa između portfeljnog društva i UAIF-a i njihovih ulagatelja, pa se i tom prilikom u korist AIF-a tipično ugovaraju određena zaštitne odredbe poput tag-along i drag-along prava.<sup>38</sup>

Slijedom navedenoga, imajući u vidu da UAIF kao utvrđen i regulirani financijski posrednik transakciju gotovo u cijelosti pravno oblikuje i kontrolira, disertacija smjera istražiti u kojoj se poziciji zbog navedenih informacijskih asimetrija i sukoba interesa nalazi portfeljno društvo naspram UAIF-a koji djeluje u korist svojih ulagatelja, te jesu li i u kojoj mjeri potrebni dodatni zaštitni mehanizmi u korist portfeljnog društva. U tu svrhu obradit će se i zaštitni mehanizmi kojima UAIF štiti svoje ulaganje (u korist svojih ulagatelja) pri „ulasku“ u portfeljno društvo, pratit će se kako se taj odnos preoblikuje u vrijeme dok traje ulaganje i na koji način, kada i pod kojim uvjetima dolazi do „izlaska“ iz ulaganja, s obzirom na to da se i taj hodogram zacrtava već pri ulasku u portfeljno društvo. Ispitat će se je li taj exit najpovoljniji i za samo portfeljno društvo te postoji li sukob interesa, može li se on prevenirati ili ublažiti uz postizanje društveno odgovornog ulaganja UAIF-a/AIF-a.

---

<sup>37</sup> ESMA, Smjernice o politici nagrađivanja u skladu s Direktivom o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (AIFMD), 3.7.2013. (ESMA/2013/232), dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-579\\_hr\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-579_hr_0.pdf). Dopuna smjernica od 14.10.2016. (ESMA 2016/579/HR), dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-579\\_hr\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-579_hr_0.pdf) (5.5.2019.), (u daljnjem tekstu: ESMA Smjernice o politici nagrađivanja).

<sup>38</sup> Tzv. tag-along/drag-along prava ulaze u kategoriju kontrolnih prava koja AIF koristi pri dezinvestiranju, koja daju pravo ili obvezu većinskom ili manjinskom dioničaru da se pridruži prodaji udjela portfeljnog društva. Vidi više o tim odredbama u: Bengtsson, Ola, Financial Contracting in US Venture Capital: Overview and Empirical Evidence, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 21., str. 496. Vidi više i u poglavlju: 3.2.3.1.2. Odredbe kojima se omogućuje kontrola alternativnom investicijskom fondu nad portfeljnim društvom, str. 187. i dalje.

Imajući u vidu da je AIFMD predvidio „zaštitne mehanizme“ u odnosu na portfeljno društvo u pogledu transparentnosti i zabrane raspodjele imovine, ispitat će se je li riječ o pravim regulatornim instrumentima koji na odgovarajući način štite portfeljno društvo. Prema tome, krećući se kroz etape transakcije od „ulaska“ do „izlaska,“ a imajući pri tom u vidu opisane asimetrije i sukobe interesa, istraživačko središte razmatranja bit će stavljeno na analizu dvostruke uloge u kojoj se nalazi upravitelj AIF-a, s jedne strane kao reprezentant svojih ulagatelja te s druge, kao dioničar/udioničar portfeljnog društva i sudionik korporativnog upravljanja. Koje će interese taj UAIF zastupati kada su oni po naravi stvari suprotstavljeni – dioničara, portfeljnog društva ili ulagatelja, kako bi ispunio svoju fiducijarnu dužnost prema ulagatelju i prema portfeljnom društvu te kako pravno uravnotežiti te interese bit će predmet analize, osobito imajući u vidu da AIF postaje važan dionik korporativnog upravljanja koji treba djelovati društveno odgovorno, ali i općenito poticati takvo ponašanje na razini portfeljnog društva. Da je to svakako izazov pokazuje i inozemna poslovna praksa koja svjedoči tomu da aktivizam AIF-ova kao dioničara u portfeljnim društvima često prelazi granice pravno prihvatljivog ponašanja, osobito ako je fond usmjeren na kratkoročne investicijske ciljeve.<sup>39</sup>

## 1.2. Ciljevi i hipoteze

### 1.2.1. Cilj

Cilj je predloženoga doktorskog istraživanja istražiti pravno uređenje AIF-ova, posebice fondova poduzetničkog, venture capital (u daljnjem tekstu: VC) i fondova rizičnog kapitala, private equity (u daljnjem tekstu: PE) što ih osnivaju i njima upravljaju UAIF-ovi (odnosno društva za upravljanje), koji ulažu imovinu tih fondova u portfeljna društva. S obzirom na to da je riječ o pravnim odnosima u koje stupaju s jedne strane ulagatelji s upraviteljem, a s druge upravitelj naspram portfeljnog društva, istražiti će se na koji se način u pojedinim etapama transakcije iskazuju nedostatna pravna rješenja u tim odnosima koja su izvor stanja pravne nesigurnosti za sve sudionike transakcije, a posebice imajući u vidu da upravitelj fonda ima zadaću zastupanja isključivo interesa ulagatelja u AIF-u i samog AIF-a kojim upravlja, dok se s druge strane pojavljuje u ulozi dioničara/udjelničara portfeljnog društva u koje je uložio, pa se postavlja i pitanje njegove lojalnosti prema portfeljnom društvu.

---

<sup>39</sup> Općenito o tome: Coffee, John C., Hedge Fund Activism: What do we Know and not Know, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and regulation, Oxford, Oxford University Press, 2015., pogl. 4., str. 694-706., str. 697.



Cilj je istraživanja predložiti na koji bi se način sustavno trebalo iznaći pravna rješenja koja će podržati pravnu sigurnost te kako se ti suprotstavljeni interesi upravitelja, ulagatelja i portfeljnog društva mogu uravnotežiti kako bi se zaštitilo s jedne strane imovinu i interese ulagatelja fonda, a s druge interese dioničara portfeljnog društva, odnosno portfeljnog društva. Cilj je iznalaženja pravnih rješenja postići pravnu sigurnost svih sudionika transakcije. S obzirom na važnost AIF-ova kao financijskih posrednika koji financiraju rizičnije poduzetnike, poboljšanje će se pozitivno odraziti i na cjelokupni gospodarski i financijski sustav. Također, pri iznalaženju novih pravnih rješenja tražit će se ona koja će voditi postizanju optimalnog društveno odgovornog odnosno, opravdanog i prihvatljivog ponašanja, posebno upravitelja fondova koji u toj transakciji imaju ključnu ulogu.

### 1.2.2. Hipoteze istraživanja

Prva hipoteza: Pravno uređenje AIF-ova i njihovih upravitelja u Republici Hrvatskoj usklađeno je s pravom Europske unije.

Druga hipoteza: Postojeći propisi ne raspolažu prikladnim zaštitnim mehanizmima koji bi vodili uspostavi uravnoteženoga pravnog uređenja suprotstavljenih interesa pri ulaganju u portfeljna društva, a koji izviru zbog asimetrije informacija i nejednake pregovaračke snage, što u različitim etapama transakcijskoga procesa stvara nejednaki položaj među sudionicima transakcije.

Treća hipoteza: UAIF-ovi se nalaze u sukobu interesa, jer su s jedne strane dužni djelovati u interesu ulagatelja AIF-a, a s druge u interesu portfeljnog društva čiji postaju članovi.

Četvrta hipoteza: UAIF-ovi su društveno odgovorni subjekti na tržištu kapitala te su dužni primjenjivati standarde dobrog korporativnog upravljanja za donošenje poslovno opravdanih odluka koje su ujedno i društveno odgovorne.

## 1.3. Metodologija i plan istraživanja

### 1.3.1. Metodologija

Ovo je istraživanje de lege ferenda provedeno primjenom Lasswelllove i McDouglalove političko pravne analize, prilagođeno kontinentalno europskoj pravnoj znanosti po Ivanu Padjenu. „Lasswellov“ pojmovni okvir te analize temelji se izriječkom na Weberovoj sociologiji, te poput Weberove, pretpostavlja karakteristično njemačku ideju da je pravo sredstvo za

uravnoteženje interesa<sup>40</sup> te daje odgovor na pitanje tko kome čini što, gdje, kada i kako (engl. Who, What, When, How). Shodno tomu, ovo istraživanje nije samo teorijsko već i ima svoju praktičnu svrhu ili primjenu, budući da bi trebalo utjecati na ponašanje postizanjem određenih društvenih promjena. „Iako pravo da bi to bilo, mora biti minimum morala, moralizacija prava kao neizbježna posljedica moralizacije politike (vjerojatno zbog nastajanja moderne države) vraća pravo u sredstvo nametanja svjetonazora,“<sup>41</sup> pa se time s usvajanjem pravnih normi, nameće i viši stupanj društvene odgovornosti.

### 1.3.2. Izbor pristupa i teorijsko-metodološkog okvira rješavanja problema

Pristup rješavanju problema izravno je teorijski, tj. spoznaja pravnog uređenja AIF-ova s posebnim osvrtom na fondove poduzetničkog i rizičnog kapitala kao i njihove upravitelje u pravnom sustavu Europske unije (u daljnjem tekstu: EU) u užem smislu, te u hrvatskom pravnom sustavu kao podsustavu unutar pravnog sustava EU-a u širem smislu. Komparativni pristup primijenjen je u dijelu usporedbe izvora EU-a, ali nije dosljedno proveden kroz sve teme i podteme rada. Naime cilj je AIFMD-a da se putem „europske putovnice“ olakša i usklađuje poslovanje AIF-ova, u svrhu zaštite jedinstvenoga tržišta kapitala EU-a, ali i u svrhu zaštite ulagatelja na tom istom tržištu. Stoga je komparativna analiza zastupljena u dijelu u kojem oni jesu harmonizirani – doduše minimalno, putem zakonodavnog okvira koji je usmjeren na zaštitu ulagatelja i financijskog sustava u cjelini te podlozan superviziji nacionalnih regulatora. Kroz privatnopravni aspekt provedeno je usporedno proučavanje, posebice s njemačkim pravom kao uzorom za RH u dijelu prava društava te u izabranim dijelovima u odnosu na pravo Ujedinjenog Kraljevstva (u daljnjem tekstu: UK), francuskim i slovenskim pravom. No, kod samih transakcija nema harmonizacije, budući da su one podložne dispozitivnim propisima i umijeću pregovaranja njihovih sudionika. Budući da te transakcije prati visoka razina povjerljivosti i da su one vezane klauzulama o zabrani razotkrivanja podataka, vrlo je teško, pa gotovo i nemoguće doći do podataka. Stoga je komparativna analiza provedena u najvećoj mjeri kroz poslovne prakse fondova u SAD-u kao kolijevke fondovske industrije, budući da su njihove tehnike financiranja najrazvijenije te su u praksi preuzete u poslovanju fondova diljem svijeta, pa tako i na području EU-a. One su se ustalile u svom osnovnom obliku, podložne su autonomiji ugovornih strana te se razvijaju u skladu s potrebama suvremenoga doba.

---

<sup>40</sup> Padjen, Ivan, Metodologija pravne znanosti: pravo i susjedne discipline, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2015., str. 248.

<sup>41</sup> Ibid., str. 15.

Teorijsko-metodologijski okvir čini integralna teorija prava kojom se kroz vrijednosna shvaćanja kako normirati prednormativne pravne odnose kroz pravne norme rješavaju sukobi interesa<sup>42</sup> te ih se usustavljuje putem pravne dogmatike.

Temeljna vrijednost koja se istražuje je vladavina prava koja je zajamčena Ustavom RH, a ostvaruje se kroz poduzetničku i tržišnu slobodu kao temelj gospodarskoga ustroja RH te jednakost svih poduzetnika, vlasnička prava, ali i obvezu njihovih nositelja i korisnika pridonnošenjem općem dobru<sup>43</sup> te kroz sustav pravnih institucija i postupaka, kroz neovisno sudstvo, odnosno legalnost.

U doktorskom istraživanju koristit će se različite metode, uključujući analizu, sintezu, dedukciju, povijesnu, teleološku, gramatičku, kontekstualnu, usporednopravnu i opisnu metodu.

### 1.3.3. Izvedba istraživanja – načela

Načelo koje je primarno za ovo istraživanje kao europsko načelo je načelo proporcionalnosti. Kao jedno od osnovnih načela europskog prava, načelo proporcionalnosti određuje da pravni akti koje donose tijela Europske zajednice moraju odgovarati cilju koji se želi postići.<sup>44</sup> Njime se s jedne strane preispituju mjere koje su neophodne kako bi se dostigao cilj koji se njima želi postići, a s druge ono može biti i temelj za preispitivanje tih mjera. Kriteriji prema kojima se određuje je li nešto u skladu s načelom proporcionalnosti su različiti, pa tako ovise o važnosti javnog interesa koji se njima štiti, o intenzitetu i trajanju mjere, o utjecaju na privatne interese, opsegu u kojem te mjere utječu na ostvarivanje prava na jednaki tretman i sl.<sup>45</sup> No bit je načela da mjere koje se poduzimaju moraju biti ograničene samo na ono što je neophodno da bi se postigao cilj. Ako se mjerom nastoje postaviti neka ograničenja, ona i opet moraju biti u proporcionalnom odnosu prema cilju koji se time želi postići. To načelo primjenjuju sva tijela EU-a, ali i države članice kada prenose mjere u svoje nacionalno zakonodavstvo. „Smatra se da ovo načelo općenito vrijedi za svaku zakonodavnu ili upravnu aktivnost u sferi gospodarstva

---

<sup>42</sup> Općenito vidi u: Visković, Nikola, Pojam prava, Prilog integralnoj teoriji prava, 2. izd., Split, Pravni fakultet u Splitu, Logos, 1981. Autor ističe: „Vrijednosna shvaćanja kako normirati te „prednormativne pravne odnose“ čini vrijednosni izvor prava (pravne vrijednosti – pravna sigurnost, zakonitost, te vrijednosti koje djeluju i u uobičajenom životu – sloboda, rad, ugled). Sredstvo koje će prinudno riješiti sukobe interesa su pravne norme“.

<sup>43</sup> Članak 48. i 49. Ustava Republike Hrvatske, Narodne novine, br. 56/90., 135/97., 08/98., 113/00., 124/00., 28/01., 41/0.1, 55/01., 76/10., 85/10., 05/14. (u daljnjem tekstu: Ustav RH).

<sup>44</sup> Čapeta, Tamara, Rodin, Siniša, Osnove prava Europske unije, Zagreb, Narodne novine, 2011., str. 32-33.

<sup>45</sup> Bergman, George A., Proportionality and Subsidiarity, u: Barnard, C., Scott, J., The Law of the Single European Market, Oxford; Portland, Hart, 2002., str. 75-99., str. 83.

koja se ostvaruje na području Zajednice, neovisno o tome ostvaruju li je tijela Zajednice ili tijela država članica.“<sup>46</sup> To je načelo i načelo nacionalnog prava izraženo u Ustavu RH.<sup>47</sup>

Načelo zaštite ulagatelja jedno je od osnovnih načela tržišta kapitala. Poučeni lošim primjerima u prošlosti, kada su ulagatelji ulagali u proizvode o kojima nisu bili dostatno informirani ni educirani i zbog toga su pretrpjeli velike gubitke, ali koji su posljedično doveli i do poremećaja na tržištu kapitala, zakonodavac je u svrhu zaštite ulagatelja propisao pravila kojima utvrđuje pod kojim uvjetima i u koje proizvode je pojedinoj kategoriji ulagatelja dopušteno ulagati. Pri tom je primijenio koncept *moving between categories*, putem kojeg ulagatelji na vlastiti zahtjev mogu dobiti tretman s višom ili nižom razinom zaštite.<sup>48</sup> Kako bi zaštitio ulagatelje, zakonodavac dodatno nameće niz obveza upraviteljima kroz obveznu organizacijsku strukturu UAIF-a, te obvezu za pravodobnim i transparentnim obavještanjem ulagatelja u svim etapama transakcijskog procesa u cilju sprječavanja sukoba interesa. Time se ujedno i omogućava da nadzorno tijelo kontrolira upravitelja radi sprječavanja preuzimanja prevelikoga rizika.<sup>49</sup>

Društveno odgovorno ulaganje/poslovanje danas obuhvaća zahtjev za održivim ulaganjem u skladu s načelom doprinosa manjoj šteti.<sup>50</sup> Temelji se na odgovornoj odluci o ulaganju koja se donosi u fondovskom kontekstu, u sinergiji ulagatelja i UAIF-a i UAIF-a kao dioničara/udioničara portfeljnog društva i portfeljnog društva uz sudjelovanje i ostalih dionika portfeljnog. Pritom se uzimaju u obzir čimbenici održivosti – okoliš, društvo i korporativno upravljanje, tzv. ESG čimbenici.<sup>51</sup> Ono vodi prema konceptu društveno odgovornog ponašanja, temeljenog na politikama dužne pažnje, kao načelu koje se proteže kroz sve industrije, a ne samo na financijsku, odnosno fondovsku. Društveno odgovorno ulaganje mjeri se putem, tzv. ESG ocjene - kao procjene uspješnosti i održivosti poslovanja svakog društva.

#### 1.3.4. Plan istraživanja

Plan istraživanja obuhvaća sljedeće elemente koji čine i sadržaj doktorskog rada:

---

<sup>46</sup> Josipović Tatjana, Načela europskog prava u presudama Suda europske zajednice, Zagreb, Narodne novine, 2005., str. 26.

<sup>47</sup> Članak 16. stavak 2. Ustava RH.

<sup>48</sup> Vidi više u poglavlju: 2.2.2.5.1.4. S obzirom na vrstu ulagatelja, str. 69. i dalje.

<sup>49</sup> Vidi više u poglavlju: 4.2.2.2. Organizacijska struktura upravitelja alternativnog investicijskog fonda kao dio strategije sprečavanja sukoba interesa, str. 250. i dalje.

<sup>50</sup> Vidi više u poglavlju: 4.4. Koncept društveno odgovornog/održivog ulaganja i njegova uloga u razrješavanju sukoba interesa, str. 263. i dalje.

<sup>51</sup> ESG čimbenici, vidi bilj. 1433.

1. Uvod
2. Povijesni razvoj i razvoj pravnog uređenja djelatnosti alternativnih investicijskih fondova
3. Pravno strukturiranje ulaganja alternativnih investicijskih fondova u portfeljna društva
4. Sukobi interesa pri ulaganju alternativnih investicijskih fondova u portfeljna društva i regulatorni modeli njihova razrješavanja te
5. Zaključak.

Uvod sadrži predmet istraživanja, ciljeve, hipoteze, metodologiju i plan istraživanja te očekivani znanstveni doprinos - pravno uređenje i položaj AIF-ova i njihovih upravitelja u RH pri ulaganju u portfeljna društva.

U poglavlju Povijesni razvoj i razvoj pravnog uređenja djelatnosti alternativnih investicijskih fondova prikazat će se povijesni razvoj pravnog uređenja AIF-a kroz zakonodavni okvir EU-a koji je rezultirao donošenjem AIFMD-a, razloge njena donošenja i temeljne značajke. Istražit će se kroz odabrana komparativna zakonodavstva razvoj AIF-a te analizirati tipologiju AIF-a u RH.

Pravno strukturiranje ulaganja alternativnih investicijskih fondova u portfeljna društva dio je u kojem će se istražiti tko su ulagatelji VC-a i PE-a, analizirat će se međusobni odnos ulagatelja i UAIF-a i kroz ugovor o ulaganju i kroz pravni oblik AIF-a u kojem će se on osnovati. Analizirat će se pravni odnos između ulagatelja i upravitelja fondova koji počiva na povjereničkom odnosu te istražiti razlikuje li se on kada UAIF upravlja različitim ustrojbenim oblicima AIF-ova. Odnos s jedne strane ulagatelja u AIF-u i UAIF-u te UAIF-a i portfeljnog društva i to putem pravnih i financijskih tehnika ugovaranja i strukturiranja transakcija UAIF-a pri „ulasku“ i „izlasku“ iz portfeljnog društva analizirat će se kroz sve etape transakcijskog procesa. Istražit će se i mehanizmi zaštite predviđeni po AIFMD-u, ali i pravu društava, koje je zakonodavac predvidio u odnosu na zaštitu portfeljnog društva tijekom trajanja ulaganja te analizirati njihovu svrsishodnost i sveobuhvatnost.

Nakon istraživanja, deskripcije i analize međuigre toga „trokuta“ u odnosu ulagatelja, UAIF-a i portfeljnog društva kroz sve etape investicijskog procesa, istražiti će se sukob interesa, njegove vrste, načela koja je predvidio AIFMD, ali i pravo društava u cilju prevencije, kontrole ili učinkovitog upravljanja sukobom interesa pa i njegova eventualnog razotkrivanja i u odnosu ulagatelj i AIF - UAIF i u odnosu UAIF - portfeljno društvo. Istražit će se i može li društveno odgovorno ponašanje UAIF-a riješiti sukobe interesa te je li to zakonodavni put i dodatno put

poslovne prakse, kojim se nastoji pridonijeti većoj pravnoj sigurnosti svih dionika procesa ulaganja. Donošenjem odluka o odgovornom ulaganju, u skladu s novom paradigmom korporativnog upravljanja *company centric view*,<sup>52</sup> prikazat će se suvremeni standard donošenja odgovorne odluke o ulaganju UAIF-a koju on treba donijeti u sinergiji s ulagateljima, ali i portfeljnim društvom te tako iskazati društveno odgovorno ponašanje utemeljeno na konceptu „održivosti.“<sup>53</sup>

U zaključku će se istaknuti prema mišljenju autorice neriješena i/ili nedostatno riješena pitanja, u skladu s načelom proporcionalnosti zagovarati kombinaciju hard i soft law pristupa te predložiti *de lege ferenda* rješenja koja bi mogla pridonijeti većoj pravnoj sigurnosti samih ulagatelja, UAIF-a, ali i portfeljnog društva.

#### 1.3.5. Očekivani znanstveni doprinos

Kako se polazi od toga da je nužno izmijeniti i nadopuniti postojeće promatrano pravno uređenje, disertacija smjera istražiti prikladne pravne instrumente kojima je moguće to postići: promjenom prisilnih i/ili dispozitivnih propisa, izradom novih ili prilagodbom postojećih etičkih kodeksa ili kodeksa postupanja, odnosno najbolje prakse (autonomnih ili regulatora).

U disertaciji se namjerava predložiti najprikladniji model uređenja tih odnosa kojim će se uspostaviti pravna sigurnost utemeljena na interesnom uravnoteženju svih sudionika transakcije uz jačanje društvene odgovornosti financijskog posrednika, a takvo bi rješenje bilo na tragu ispravljanja prisutnih opisanih tržišnih anomalija i stremilo bi općoj društvenoj dobrobiti.

Dijelovi disertacije koji će dati pregled pravnih osnova AIF-a u pravu EU-a i RH imat će značajke preglednoga znanstvenog rada. Dio disertacije koji će analizirati pojedine elemente pravnih odnosa između pojedinih sudionika transakcije, naznačujući nedostatnu pravnu sigurnost koju oni generiraju bit će izvorni znanstveni rad. Također, dio disertacije koji će predložiti *de lege ferenda* rješenja bit će izvorni znanstveni rad.

---

<sup>52</sup> Vidi više u poglavlju: 4.4.1. Promjena paradigme korporativnog upravljanja, str. 265. i dalje.

<sup>53</sup> Vidi više u poglavlju: 4.4. Koncept društveno odgovornog/održivog ulaganja i njegova uloga u razrješavanju sukoba interesa, str. 263. i dalje.

## 2. POVIJESNI RAZVOJ I RAZVOJ PRAVNOG UREĐENJA DJELATNOSTI ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

Financijsko tržište čine tržište kapitala i tržište novca. Tržište kapitala onaj je segment na kojem se trguje dugoročnim financijskim instrumentima, čije je dospijeće neodređeno ili se njima trguje više od godinu dana. Na tržištima novca trguje se vrijednosnim papirima čije je dospijeće manje od godinu dana.<sup>54</sup> Suvremena financijska tržišta odlikuju se brojnim vrstama financijskih instrumenata i tehnikama financiranja koje se prilagođavaju potrebama trgovačkih društava koja su u potrazi za kapitalom. To iziskuje potrebu neprekidnoga praćenja tržišta i njegovih proizvoda kako bi se mogla donijeti odluka u što i kako uložiti višak sredstva. Takvu odluku ulagatelji često prepuštaju stručnim osobama te ulažu u fondove kojima upravljaju profesionalci kroz društva za upravljanje fondovima – investicijske fondove.

Investicijski fondovi su subjekti za zajednička ulaganja čija je jedina svrha i namjena prikupljanje sredstava javnom ili privatnom ponudom. Ulaganje tih sredstava u različite vrste imovine u skladu je s unaprijed određenom strategijom ulaganja investicijskog fonda, a isključivo u korist imatelja udjela u njemu.<sup>55</sup> Oni na financijskom tržištu imaju posredničku ulogu - posreduju između onih koji imaju kapital, malih ili profesionalnih ulagatelja (ponuda) i krajnjeg korisnika toga kapitala (izdavatelja, odnosno portfeljnog društva).<sup>56</sup> Društva za upravljanje fondovima – upravitelji, prikupljaju kapital iz različitih izvora i alociraju ga u mjestu gdje će se on najlakše oploditi, u najkvalitetnije financijske instrumente koji bi trebali omogućiti najveći prinos.

Temeljna je prednost osnivanja i ulaganja u investicijske fondove u odnosu na izravno ulaganje u dionice društva diverzifikacija rizika.<sup>57</sup> Ulagatelj koji je kupio udjel u investicijskom fondu,

---

<sup>54</sup> Pojatina, Davor, Tržište kapitala, Split, Ekonomski fakultet Split, 2000., str. 47.

<sup>55</sup> Članak 4. stavak 1. točka 1. ZAIF-a.

<sup>56</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2013., str. 4.

<sup>57</sup> Rizik se u najširem smislu može definirati kao volatilnost neočekivanih rezultata, odnosno vjerojatnost nastanka neželjenih rezultata i posljedica. *Tržišni rizik* nastaje kao rezultat promjene cijena vrijednosnih papira na financijskim tržištima. Vidi: Živković, Saša, Fatur, Tanja, Drugačija mjera rizika – standardna poludevijacija, Računovodstvo i financije, br. 5(2007), str. 50-56., str. 50. Vidi o riziku još i: Grgić, Mladenka, Derenčinović Ruk, Morana, Upravljanje rizicima, unutarnja kontrola i compliance u društvima za osiguranje, investicijskim društvima i društvima za upravljanje fondovima, Zbornik 55. Susreta pravnika Opatija 2017., (2017), str. 103 -230. Rizik se može definirati u užem i širem smislu: *U širem smislu* definira se kao mogućnost drukčijeg ishoda od očekivanog,

za razliku od onoga koji je kupio dionice dioničkog društva, rasporedio je rizik svojeg ulaganja na cijeli portfelj financijskih instrumenata od kojih je sastavljena imovina fonda.<sup>58</sup> Posljedica je toga, da prinos ulagatelja može biti veći u odnosu na manju izloženost riziku. No, upravo zbog toga što je izloženost riziku manja,<sup>59</sup> veći broj ulagatelja spreman je podijeliti taj rizik, pa čak i kada je on sam po sebi izraženiji, primjerice pri ulaganju u društva koja su u ranoj etapi svoga razvoja čiji potencijal ulaganja nije dostatno izvjestan. Ta društva zbog nedostatka povijesnoga prikaza svog poslovanja teško dolaze do kapitala, jer ne postoji spremnost banaka da im odobre kredite s obzirom na to da oni ne mogu biti osigurani dostatno kvalitetnim sredstvima osiguranja.<sup>60</sup>

Zbog svoje posredničke uloge na tržištu kapitala, jer s jedne strane prikupljaju kapital (putem udjela u fondu), a zatim taj isti kapital kao ulagatelji ulažu u portfeljna društva, fondovi su snažan generator gospodarskoga rasta i razvoja financijskog tržišta. No upravo iz te posredničke uloge proizlaze i mnogi rizici za financijsko tržište, s obzirom na broj ulagatelja i ulaganja koje

---

a u *užem smislu* kao opasnost gubitka ili štete, odnosno mogućnost budućeg anegativnog utjecaja na ekonomski položaj.

<sup>58</sup> Portfelj (skup financijske imovine) investicijskog fonda sastoji se od više vrsta ulaganja kako bi se rizik diverzificirao. Prema „modernoj teoriji portfelja“ (koju je razvio Harry Markovitz) optimiziranje portfelja provodi se na temelju kriterija korisnosti – korisnost je veća, što je veći prinos, a rizik manji. Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Položaj (kvalificiranih) ulagatelja i novi oblici ulaganja prema Zakonu o investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 56, Posebni br.(2006), str. 45-85; str. 64. Vidi i: Prohaska, Zdenko, Upravljanje vrijednosnim papirima, Zagreb, Poslovna knjiga; Infoinvest, 1994., str. 29.: „H. Markovitz 1952. g. predstavio je model optimalnog ulaganja u vrijednosne papire, posebno u dionice u vrijeme neizvjesnosti i rizika. On pod rizikom podrazumijeva unaprijed poznatu vjerojatnost budućeg događaja, koja kad se radi o neizvjesnosti je nepoznata. Očekivana stopa prihoda predstavlja zbroj svih mogućih stopa ponderiranih s pripadnom vjerojatnošću prihoda. Radi se o modelu koji predstavlja matematičko rješenje problema sastava portfelja. Formirati portfelj znači odrediti kombinaciju vrijednosnica od kojih je sastavljen. Treba sastaviti portfelj od više različitih vrijednosnica, što za cilj ima da ukupni rizik portfelja bude manji od sume rizika svake od njegovih pojedinačnih sastavnica“.

<sup>59</sup> Subjekti na tržištu kapitala izlažu se ponajprije tržišnom riziku, tzv. *market risk*, koji se odnosi na pad ili rast vrijednosti određenog ulaganja i utjecaj koji tržišna kretanja mogu imati na obveze društva u odnosu na ulaganja. On može biti *apsolutni*, u smislu da je neki financijski instrument na tržištu kapitala u određeno vrijeme nemoguće kupiti ili prodati, ili *relativan*, kada se funkcija prometovanja financijskim instrumentima ne odvija prema očekivanjima; Grgić, Mladenka, Derenčinović Ruk, Morana, op. cit., bilj. br. 57, str. 147-148.

<sup>60</sup> Smjernice Europskog nadzornog tijela za bankarstvo (u daljnjem tekstu: EBA) o utvrđivanju vrsta visokorizičnih izloženosti određuju ulaganja u društva VC i PE-a kao visokorizična ulaganja za Banke, te okolnosti pod kojima im se dodjeljuje ponder rizika do 150 %, dok nacionalna zakonodavstva mogu dodijeliti i viši ponder rizika. Ulaganja VC-a podliježu ponderu visokorizičnog ulaganja, ako se ulaganje drži u cilju financiranja novoosnovanih društava, uključujući financiranje razvoja novoga proizvoda i povezanog istraživanja za društvo kako bi se proizvod plasirao na tržište, za izgradnju kapaciteta proizvodnje društva, ili za proširenje poslovanja društva. Kod PE-a ulaganja podliježu ponderu visokorizičnog ulaganja kada se ulaganje drži u cilju ostvarivanja dobiti kupnjom, zaduživanjem, početnom javnom ponudom, prodajom poslovnih udjela, ili drugim načinima ili transakcijama sa sličnim ekonomskim sadržajem. O vrsti i broju takvih visokorizičnih ulaganja banke su dužne izvijestiti Hrvatsku narodnu banku (u daljnjem tekstu: HNB), a HNB je dužna izvijestiti EBA. Vidi više: Smjernice EBA o utvrđivanju vrsta visokorizičnih izloženosti EBA GL/2019/01, Završno izvješće o utvrđivanju vrsta visokorizičnih izloženosti u skladu s člankom 128. stavkom 3. Uredbe (EU) br. 575/2013 od 17. siječnja 2019., dostupno na: [https://eba.europa.eu/documents/10180/2646098/Final+Report+on+EBA+GL+on+High+Risk\\_HR.pdf/2a5337a7-4743-4d5d-959c-64736f1bd7b5](https://eba.europa.eu/documents/10180/2646098/Final+Report+on+EBA+GL+on+High+Risk_HR.pdf/2a5337a7-4743-4d5d-959c-64736f1bd7b5) (12.7.2019.).



fondovi i njihovi upravitelji pri ulaganju u portfeljna društva zahvaćaju. Glavni je rizik sistemski rizik,<sup>61</sup> koji proizlazi iz korištenja naprednih investicijskih tehnika (putem ulaganja u financijske izvedenice<sup>62</sup> ili korištenjem financijskih poluga) putem kojih AIF svoj tržišni rizik, s obzirom na to da se radi o materijalno značajnim transakcijama, može prelići u sistemski rizik.

Autorica je u uvodu navela da su predmet istraživanja VC/PE, no kako bi se pobliže opisao i približio predmet istraživanja nužno je ponajprije nešto reći o tome što je rizični kapital te što on sve podrazumijeva. Predstavlja li on normativnu ili tržišnu kategoriju?

Rizični kapital (engl. private equity - venture capital) različito se karakterizira, pa se tako u nekim zemljama prikazuju kao sinonimi, dok se negdje jasno razlikuju.<sup>63</sup> Diljem svijeta termin venture-capital – private equity predstavlja imovinu koja se ulaže u portfeljna društva koja nisu uvrštena na uređeno tržište. Obje vrste fondova ulažu u rizični kapital, no primarno se razlikuju po etapi u kojoj se poduzetnik nalazi u trenutku ulaganja. Zajedničko im je da portfeljna društva u koja ulažu, i PE i VC, zahtijevaju financiranje, odnosno da tim portfeljnim društvima nedostaje likvidnosti radi podmirivanja kamata na dug ili dividendu. U praksi se smatra,<sup>64</sup> da VC ulažu u portfeljna društva koja su u etapi osnivanja ili su tek osnovana te imaju potencijal za rast i razvoj. Pod pojmom PE podrazumijeva se ulaganje u zrelija društva kojima nedostaje kapitala za daljnju ekspanziju ili za akvizicije, ili rješavanje vlasničkih odnosa u društvu, a transakcije su većinom strukturirane kao leverage buyout/management buyout transakcije.<sup>65</sup>

To je kapital koji premašuje iznos koji društvo može osigurati iz tradicionalnih izvora financiranja (engl. grow equity transactions). Ako je društvo nelikvidno, tada AIF ulaže kako bi društvu poboljšao likvidnost i omogućio mu daljnji rast i razvoj (engl. turn-around

---

<sup>61</sup> Sistemski rizik je tržišni poremećaj koji može prouzročiti domino efekt. Više o sistemskom riziku vidi na str. 33 – 34.

<sup>62</sup> U tzv. izvedenice kao financijske instrumente ubrajaju se opcije (engl. *options*), budućnosnice (engl. *futures*), zamjene (engl. *swaps*), kamatni unaprijedni ugovori (engl. *forward rate agreements*), izvedeni instrumenti za prijenos kreditnog rizika, financijski ugovori za razlike (engl. *financial contracts for differences*). Više o samom pojmu izvedenica vidi članak 3. stavak 1. točka 24.d. Zakona o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/18., 17/20., 83/21., 151/22. (u daljnjem tekstu: ZTK).

<sup>63</sup> U Kanadi i SAD-u se prikazuju kao sinonimi. Vidi više u: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 22., str. 19., Landström, Hans, *Pioneers in venture research*, u: Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., str. 3-65., Levin, Jack S., op. cit., bilj. br. 7., str. 1-3., para. 102. Vidi još i: Groh, Alexander, *The Capital Flow from Institutional Investors to Entrepreneurs*, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 251., str. 15-36.

<sup>64</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit. bilj. br. 25., str. 19.

<sup>65</sup> *Leverage buyout/management buyout* su transakcije u kojima AIF otkupljuje dionice portfeljnog društva financijskom polugom. Više o samim transakcijama vidi bilj. 32. i poglavlje 3.2.6. Načelo zaštite temeljnog kapitala i tehnike financiranja stjecanja vlasničkih instrumenata, str. 201i dalje. Vidi više i: Povaly, Stefan, *Private Equity Exits: An analysis of divestment process management in relation to leveraged buyouts*, Dissertation of the University of St. Gallen, str. 1-368., str. 12-13., dostupno na: [www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/\\$FILE/dis3238.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/$FILE/dis3238.pdf) (15.7.2019.).

investments).<sup>66</sup> Ako je društvo važno za neku gospodarsku granu, tada AIF ulaže na način da preuzima udjele do 100 % vlasništva (engl. buy out), gdje dolazi do preuzimanja društva u cijelosti<sup>67</sup> ili se udjeli u društvu preuzimaju postupno u etapama (engl. roll-up transactions).

Naš je zakonodavac u članku 29. Pravilnika o vrstama alternativnih investicijskih fondova<sup>68</sup> definirao rizični kapital – private equity kao ulaganje u poslovne subjekte u cilju optimiziranja njihove poslovne i financijske uspješnosti, a u očekivanju realiziranja povrata na uložena sredstva. To su društva koja su postojeća i kojima je kapital potreban za ekspanziju.

Nasuprot tomu, tzv. poduzetnički kapital - venture capital, Pravilnik o vrstama AIF-a<sup>69</sup> definirao je kao ulaganje u poslovne subjekte koji su novoosnovani ili koji su u početnim etapama poslovanja, a prema procjeni UAIF-a pokazuju potencijal za rast i širenje. Te se transakcije nazivaju start up transakcije i one su podijeljene u dvije etape. Prva, u kojoj se financira istraživanje i razvoj, tzv. seed money. Danas se kao izvor financiranja javlja crowdfunding, usluga skupnoga financiranja, kao alternativni oblik financiranja u nastajanju, koji izravno povezuje, obično putem interneta, one koji mogu dati, posuditi ili uložiti novac, s onima kojima je potrebno financiranje za određeni projekt.<sup>70</sup> Nakon završetka prve etape slijedi druga u kojoj je društvo poduzetnik spremno izaći sa svojim novim, inovativnim proizvodom na tržište i započeti s poslovanjem, tzv. early stage.<sup>71</sup> PE/VC često se nazivaju i „financijskim sponzorima“<sup>72</sup> jer portfeljna društva putem njih dolaze do potrebnoga kapitala.

---

<sup>66</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 324.

<sup>67</sup> Ibid., str. 323.

<sup>68</sup> Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova, Narodne novine, br. 28/19., 15/20., 155/22. (u daljnjem tekstu: Pravilnik o vrstama AIF-a).

<sup>69</sup> Članak 33. stavak 1. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>70</sup> Uredba (EU) 2020/1503 Europskog parlamenta i Vijeća od 7. listopada 2020. o europskim pružateljima usluga skupnog financiranja za poduzeća i izmjeni Uredbe (EU) 2017/1129 i Direktive (EU) 2019/1937 (Tekst značajan za EGP), SL L 347, 20.10.2020. (u daljnjem tekstu: Uredba o crowdfundingu) predstavlja prvi put uniformirani, izravno primjenjivi set pravila za pružatelje usluga skupnog financiranja koji imaju poslovni nastan na području EU-a i to na financiranje utemeljeno na pozajmljivanju (engl. *lending based*) ili na stjecanju vlasničkih udjela (engl. *equity based*). Uredbom su pokrivene ponude projekata koje se nude na platformi u visini do pet milijuna eura na razini svih ponuda jednog vlasnika projekta u unutar 12 mjeseci. Poduzetnicima se otvaraju mogućnosti prikupljanja kapitala i putem prodaje udjela u d.o.o. koji će trebati zadovoljiti određene uvjete prenosivosti, dok će potencijalni ulagatelji i putem usluga individualnog upravljanja portfeljem zajmova dobiti priliku ulaganja u zajmove trgovačkih društava.

<sup>71</sup> Povaly, Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 12.

<sup>72</sup> Loc. cit.

Hedge fondovi (u daljnjem tekstu: HF),<sup>73</sup> kao podvrsta AIF-ova s druge strane, vrlo su nalik PE.<sup>74</sup> No, njihove transakcije prati mogućnost ili opasnost prouzročiti sistemski rizik. Oni ulažu u nelikvidnu imovinu, na duži rok, ne prodaju financijske instrumente u koje su uložili na određeni dan ili rok, već očekuju da se njihovo ulaganje nastavlja, uobičajeno dopuštaju ulagateljima da povuku svoj kapital, odnosno otkupe udjele nakon isteka određenoga lock up razdoblja. Karakterizira ih visoki rizik, no i velika dobit ulagateljima u slučaju uspješne realizacije ulaganja, kao i velike zarade, odnosno bonusi upraviteljima.<sup>75</sup> U daljnjem tekstu razmatrat će se okosnica povijesnog razvoja fondova rizičnog kapitala, s posebnim naglaskom na izabrana zakonodavstva.

## 2.1. Povijesni razvoj

Prvi fondovi rizičnog kapitala nastali su početkom 20. stoljeća u UK i SAD-u. U SAD-u se smatra da su preteče prvih investicijskih fondova razvile bogate obitelji kao Rockefellers, Vanderbilts ili Whitneys koje su pri poduzimanju novih poslovnih poduhvata uključivali profesionalce pri odabiru najpovoljnijeg ulaganja. Prvo formalno PE društvo utemeljeno je u SAD-u 1946. godine American Research and Development Corporation<sup>76</sup> te nastaje i prvi HF utemeljitelj Alfreda Jonesa,<sup>77</sup> dok je prvi VC – Draper, Gaither and Anderson utemeljen 1958. godine. PE fondovi uvelike jačaju nakon 1980-ih godina 20. stoljeća u SAD-u, osobito nakon što je sudska praksa etablirala, tzv. prudent person rule,<sup>78</sup> čime su mirovinskim fondovima

---

<sup>73</sup> Hedge (engl. *zaštita*) u kontekstu HF predstavlja zaštitu ulagatelja od tržišnih rizika, a što se postiže različitim tehnikama investiranja, vidi: Mijatović, Nikola, Špoljarić, Danko, op. cit., bilj. br. 15., str. 898.

<sup>74</sup> Vidi više u poglavlju: 3. 2. Pravni odnosi alternativnih investicijskih fondova po etapama investicijskog ciklusa, str. 165. i dalje.

<sup>75</sup> Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 269-320.

<sup>76</sup> Povaly, Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 15.

<sup>77</sup> Rajković, Jelena, Komparativna analiza fondova rizičnog kapitala i hedge fondova, str. 2-95., dostupno na: <http://www.singipedia.singidunum.ac.rs/content/3620-Komparativna-analiza-fondova-rizi%C4%8Dnog-kapitala-i-Hed%C5%BE-fondova> (15.07.2019.).

<sup>78</sup> Načelo razboritosti (engl. *prudent person rule*) osnovno je načelo profesionalnog upravljanja novcem. Potječe iz presude u slučaju Harvard College v. Amory, (26 Mass. 446, 469 (1830)). Vrhovni sud u Massachusettsu je presudu obrazložio navodeći da: „Oni koji odgovaraju za ulaganje novca u tuđe ime moraju dobro prosuđivati, postupati razborito i inteligentno vodeći računa o sigurnosti kapitala i dohotka. Ako je u zakonu propisano postupanje u skladu s načelom razboritosti, tada se u zakonu ne navode dopuštena ulaganja. To znači da osoba koja ulaže tuđi novac mora imati na umu potrebe korisnika, potrebu očuvanja imovine, iznos i redovitost dohotka“. No, s odmakom vremena izmijenjeno je shvaćanje na način da: „se smatra da je rizik u korelaciji sa povratom i da nesistemski rizik može biti diversificiran, te da se mora sagledati portfelj u cijelosti a ne izolirano i pojedinačno“. Vidi više: Schanzenbach, Max M., Sitkoff, Robert H., Did reform of prudent trust investment laws change trust portfolio allocation?: The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, str. 1-59., dostupno na: [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=868761](http://papers.ssrn.com/abstract_id=868761) (10.03.2019.) i Novaković, Dražen, Evaluation of the financial performance of pension funds in Croatia, Ekonomski vjesnik: Review of contemporary Entrepreneurship, Business and Economic Issues, vol. 28, br. 1(2015), str. 199-215., str. 204., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/140831> (10.3.2019.).

dopuštena ulaganja u rizični kapital, pa tako i u PE. Poznato je da mirovinski fondovi zbog svoje društvene uloge ulažu u najsigurnije financijske instrumente, no ta je zakonodavna promjena označila mogućnost da su u portfeljima mirovinskih fondova zastupljeni i nešto rizičniji financijski instrumenti. Tako je 1986. godine u SAD-u više od četiri milijarde USD-a uloženo u PE, od čega su mirovinski fondovi uložili gotovo polovicu iznosa.<sup>79</sup> Od tada je zabilježen znatan rast PE-a, kao i početak njihove specijalizacije za pojedine grane industrije.

U Europi međutim, razvoj fondova kreće znatno kasnije. Preteča fondova društvo Chaterhouse Development Company utemeljeno je 1934. godine u UK. Europa je tradicionalno bila okrenuta klasičnim oblicima financiranja putem banaka i nije bila sklona rizičnom kapitalu kao SAD, sve dok se u UK-u nije formiralo unlisted security market<sup>80</sup> tržište neuvrštenih vrijednosnih papira za mala i srednja inovativna društva. Nakon toga slijedile su ih Belgija, Danska, Francuska, Nizozemska, Norveška, Španjolska i zapadna Njemačka.<sup>81</sup> Štoviše, države su počele zagovarati ulaganja u AIF-ove shvativši vrijednost tih instrumenata za rast i razvoj tržišta. I u SAD-u i u Europi, trend povećanja fondova od kasnih 1980-ih<sup>82</sup> bio je do početka 1990-ih 20. stoljeća, kada je u Europi zavladao recesija. Ponovni uzlet fondovi doživljavaju u vrijeme vlade Margaret Thatcher koja je promovirala poduzetničke aktivnosti. Važan čimbenik u jačanju fondova bilo je i osnivanje Alternative investment marketa 1995. godine na Londonskoj burzi.<sup>83</sup> Društva koja su bila uvrštena na taj segment tržišta imala su znatno manje obveze izvještavanja prema regulatoru negoli ostala uvrštena društva. U ožujku 1996. godine u Bruxellesu je osnovano društvo EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation).<sup>84</sup> Ono je nastalo kao rezultat inicijative predvođene European Private Equity and Venture Capital Association, utemeljene na načelima američke NASDAQ (National Association of Securities Dealers),<sup>85</sup> koja je u središtu razmatranja interesa imala ulaganja u mlada, novoosnovana, ali snažno rastuća društva. Otada broj PE-a sve više raste, a nacionalni zakonodavci su prepoznali njihovu važnost za rast i razvoj tržišta i ekonomije, iako su usporedno s jačanjem toga segmenta financijske industrije postali svjesniji i rizika koji su s

---

<sup>79</sup> Povaly, Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 16.

<sup>80</sup> Ibid., str. 17.

<sup>81</sup> Loc. cit.

<sup>82</sup> Ibid., str. 18.; U UK-u vlasništvo nad dionicama poraslo je sa 7 % početkom osamdesetih godina 20. stoljeća na 25 % prema kraju osamdesetih.

<sup>83</sup> Ibid., str. 19.

<sup>84</sup> Ibid., str. 20.

<sup>85</sup> National Association of Securities Dealers osnovana je 1971. godine, a danas je poznata pod nazivom Financial Industry Regulatory Authority. U SAD-u osigurava integritet američkoga financijskog sustava i pod supervizijom je Securities nad Exchange Commission. Vidi više na: <https://www.finra.org/about/what-we-do> (21.07.2021.).

njima povezani te odtud proizlazi težnja da se navedeni fondovi stave pod regulatorni kišobran. Nacionalni zakonodavci regulirali su fondove s različitim središnjim razmatranjem interesa i regulatornim stilom, zbog čega su oni bili neprikladni za prekogranična ulaganja. S razvojem EU-a i europskoga prava uopće, prevladalo je mišljenje da raznorodna nacionalna regulacija AIF-ova stvara prepreku ostvarivanju ideje jedinstvenog aeuropskog tržišta kapitala.<sup>86</sup> Države članice EU-a u kontekstu svojih napora usmjerenih jačanju poduzetništva i gospodarskoga razvoja, potiču osnivanje tih fondova te se polako ostvaruje ujednačeni pristup koji je dodatno potaknut razvojem EU zakonodavstva u toj materiji.

Svakim danom AIF-ovi upravljaju sve većom imovinom. Prema podacima iz Statističkog izvještaja ESMA-e za 2022. godinu,<sup>87</sup> AIF-ovi, osobito PE fondovi su u 2022. godini zabilježili rast od 29 % u odnosu na 2019. godinu, s tim da profesionalni ulagatelji drže najveći dio vlasničkih instrumenata. Sve to svjedoči gospodarskoj snazi i važnosti koju AIF-ovi imaju na tržištu kapitala. Zbog toga je s rastom tržišta rasla i potreba njihova pravnog uređenja.

## 2.2. Razvoj pravnog uređenja

### 2.2.1. Pravo EU-a

Financijska tržišta zajedno sa svojim sudionicima omogućavaju prikupljanje kapitala, teže smanjenju troškova te učinkovitom upravljanju rizicima s kojima se subjekti tržišta kapitala susreću pri poduzimanju transakcija. Upravo zbog tih razloga središte razmatranja zakonodavca usmjerava se na učinkovitost tržišta i transparentnost u cilju zaštite potrošača – ulagatelja. Najveća je opasnost u tom segmentu asimetrija informacija između sudionika tržišta kapitala te posljedice koje ona može proizvesti. Kako bi smanjio taj rizik, zakonodavac postupno stvara pravila ponašanja kojima nastoji putem transparentnih objava sudionika transakcija smanjiti asimetriju informacija. S obzirom na to da fondovska industrija nije bila sklona transparentnim objavama o svojim ulaganjima, a niti o rizicima koja ona nose, otpori su bili veliki. Stoga će se u nastavku rada dati povijesni razvoj zakonodavnog okvira EU-a iz područja fondova.

#### 2.2.1.1. Uređenje fondova prije AIFMD-a

---

<sup>86</sup> Ferran, Eilis, *The Regulation of Hedge funds and Private equity: A Case Study in the Development of the EU s Regulatory Response to the Financial Crisis*, op. cit., bilj. 16., str. 2-32.; str. 5.

<sup>87</sup> Podatak preuzet iz: *EU Alternative Investment funds – ESMA Annual Statistical Report 2022 – 3.2.2022.*; ESMA- 50-165-1948, str. 4., dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1948\\_asr\\_aif\\_2022.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1948_asr_aif_2022.pdf) (26.7.2023.).

Razlog donošenja AIFMD bila je financijska kriza koja je započela 2007. godine pokazavši neučinkovitost tržišnih mehanizama i pravila da prepoznaju, nadziru i učinkovito odgovore na ukazani sistemski rizik i financijsku nestabilnost koja je ugrozila cjelokupni financijski sustav. Kompleksne proizvode koje su stvarali AIF-ovi financijska tržišta su pogrešno procjenjivala ili ih oni nisu objavljivali.<sup>88</sup> Netransparentnost se posebno odnosila na rizike koje nose ulaganja fondova te kako ti rizici mogu utjecati na dobit koju ulagatelji mogu očekivati s obzirom na imovinu koju su uložili. Sve je to imalo za posljedicu jačanje svijesti nacionalnih zakonodavaca kao i EU-a o nužnosti regulacije toga područja.<sup>89</sup>

Često se ističe kako su AIF-ovi prije financijske krize bili neregulirani fondovi. No to i nije potpuno točno.<sup>90</sup> AIF-ovi koji su bili registrirani u Europi bili su podvrgnuti primjeni više direktiva između kojih se kao najvažnije izdvajaju: Direktiva o tržištima financijskih instrumenata,<sup>91</sup> Direktiva o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu<sup>92</sup> i Direktiva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem.<sup>93</sup> Mnoge države članice regulirale su fondove različitim intenzitetom u skladu sa svojim nacionalnim zakonodavstvima.<sup>94</sup> Važan je podatak, da usprkos zalaganju fondovske industrije da ne potpadne pod regulatorni kišobran, 80 % upravitelja HF-ova i 60 % upravitelja PE je bilo podvrgnuto postupku davanja odobrenja za rad (licenciranja) te pod nadzorom UK Financial

---

<sup>88</sup> Europska komisija nije smatrala da su HF-ovi odgovorni za krizu, no s obzirom na netransparentnost kojom su bili obavijeni željelo ih se staviti pod regulatorni okvir (obuzdati). Prijedlog Direktive EU i Vijeća o AIFMD, COM/2009/207; dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers/proposal:en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments/docs/alternative_investments/fund_managers/proposal:en.pdf) (8.11.2016.). Vidi više i: Holger, Fleischer, Hupka, Jan, Germany, u: Wymeersch, E. (ur.), *Alternative Investment Fund Regulation*, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 183-204., str. 192.

<sup>89</sup> Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 271-274.

<sup>90</sup> Ferran, Eilis, op. cit., bilj. br. 16., str. 2-3.

<sup>91</sup> 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, SL L 145/1, 30.4.2004. (u daljnjem tekstu: MIFID I).

<sup>92</sup> Direktiva 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i o izmjeni Direktive 2001/34/EZ (u daljnjem tekstu: Direktiva o transparentnosti), SL L 390, 31.12.2004.

<sup>93</sup> Direktiva 2008/26/EC Europskog parlamenta i Vijeća od 11. ožujka o izmjeni Direktive 2003/6/EC o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem (zlouporabi tržišta), (u daljnjem tekstu: Direktiva o zlouporabi tržišta), SL L 081/42, 20.3.2008.

<sup>94</sup> Irska je u svom pravnom uređenju bila usmjerena na proizvode, Njemačka je primijenila propise u odnosu na otvorene fondove, dok su zatvoreni fondovi ostali neregulirani, Luksemburg je izdao posebne zakone za posebne usluge. Vidi više: Zetzsche, Dirk A., *Introduction: Overview, Regulatory History, Technique, Transition*, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 1., str. 1 -21., str. 5.

Service Authority (FSA),<sup>95</sup> kao jednom od područja na razini EU-a gdje su se fondovi najviše osnivali.

Europsko zakonodavstvo do donošenja AIFMD-a uskladilo je samo, tzv. UCITS fondove, dok su se alternativni fondovi, a to su takvi fondovi koji ne ispunjavaju elemente definicije UCITS fondova,<sup>96</sup> slobodno razvijali unutar različito ustrojenih nacionalnih okvira koji su ih regulirali s različitim interesom središta razmatranja.<sup>97</sup> Nacionalna zakonodavstva time su bila neprilagođena za prekogranična ulaganja te je prevladalo mišljenje da je regulacija AIF-ova (odnosno neregulacija na razini država članica) velika prepreka europskom razvoju, odnosno ostvarivanju ideje jedinstvenoga tržišta kapitala.<sup>98</sup>

Na međunarodnoj razini, rasprava o AIF-ovima potaknuta je oko HF-ova još 1998. godine nakon krize Long Term Capital Management funda.<sup>99</sup> Kako AIF-ovi nisu bili predmet uređenja europskog prava prije usvajanja AIFMD-a, HF-ovi su došli u središte pažnje od sredine 2000. godine budući da je znatno povećan njihov broj i na području EU-a i globalno. Nove grupe ulagatelja - mirovinski fondovi, mali ulagatelji, bili su izloženi naprednim i sofisticiranim tehnikama tih fondova koji su povećali volatilnost tržišta te je posljedično rasla i zabrinutost

---

<sup>95</sup> Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 275.

<sup>96</sup> UCITS označuje subjekt: a) čiji je jedini cilj zajedničko ulaganje sredstava, prikupljenih od javnosti, u prenosive vrijednosne papire ili u drugu likvidnu financijsku imovinu, navedenu u članku 50. stavku 1. te koji posluje prema načelu razdiobe rizika i (b) čiji se udjeli, na zahtjev imatelja udjela, otkupljuju ili isplaćuju, izravno ili neizravno, iz imovine toga subjekta. Radnje koje UCITS poduzima kako bi osigurao da se tržišna vrijednost njegovih udjela ne razlikuje znatno od njihove neto vrijednosti imovine smatraju se ekvivalentnima takvom otkupu ili isplati. Članak 1. stavak 2. 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), SL 302., 19.9.2009. (u daljnjem tekstu: UCITS Direktiva).

<sup>97</sup> O tome općenito vidi za Nizomsku, Bennebroek, Gravenhorst, J.H. & Destrée, C.C., *The AIFMD s Impact on Real Estate Funds (and its Dutch Implementation)*, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 25., str. 611-621.; za Švicarsku vidi: Dobrauz Saldapenna, Guenther, Switzerland, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 28., str. 645-652.; za Lihtenštajn vidi: Dobrauz-Saldapenna, Günther & Tettamanti Claudio, Liechtenstein, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 32., str. 685-695.; za UK vidi: Greig, James, United Kingdom, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 33., str. 697-710.; za Norvešku vidi: Hooghiemstra, Sebastiaan, The Netherlands, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 30., str. 661-670.; za Austriju vidi: Nicolussi, Julia, Austria, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 31., str. 674-684.; za Italiju vidi: Stefanin, Giovanni, Della Scala, Francesco, Italy, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 27., str. 635-643.

<sup>98</sup> Zetzsche, Dirk. A. (ed.), *Alternative Investment Funds Managers Directive*, 2nd ed., The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., str. 6.

<sup>99</sup> *Long Term Capital Management fund* nije transparentno objavljivao podatke o svojoj izloženosti - omjer njegova duga s obzirom na imovinu (izloženost) bila je prvotno 25:1, dok je kasnije kada je počeo gubiti kapital narasla na 300:1 u izdanim kratkoročnim vrijednosnim papirima, što je dovelo do konačnog sloma. Ivanović, Vanja, Vežzagić, Vanja, *Tourism and Hospitality Management*, vol. 11, br. 2(2005), str. 155-161., str. 158.

zbog njegove stabilnosti.<sup>100</sup> U skladu s izvještajem EU-a,<sup>101</sup> isticalo se da izostanak regulacije AIF-ova na razini EU-a može ozbiljno utjecati na europski razvoj.

No nakon 2005. godine pojavila se zamisao da se izradi homogeni regulatorni okvir, kako bi se poboljšalo poslovanje i transparentnost fondova.<sup>102</sup> U Europskoj je komisiji isticano kako su HF-ovi, zapravo „bankarstvo u sjeni“<sup>103</sup> te da im nedostaje transparentnosti. S druge strane, utvrdilo se kako su banke putem svojih fondova najčešći sudionici LBO transakcija, u kojima fond ulaže od 10 do 40 % svojega kapitala u transakciju, dok ostatak financira putem duga kojeg pribavlja od banke, te je s te strane prijetila druga moguća ugroza. Zbog velike izloženosti banaka u nekim državama članicama EU-a javno su kritizirani AIF-ove ističući njihov negativan utjecaj. Pritom su dobili epitet „skakavaca“ (engl. locust), upozoravajući da AIF-ovi rasprodaju društvo na način da iz njega izvuku kapital (engl. equity). Time ostaje čista ljuska od društva (engl. shell) koja nije sposobna niti održavati tekuću likvidnost, a kamoli razvijati i potencirati rast i razvoj društva, koje onda postaje samostalno neodrživo te je posljedica toga neminovno i ugrožavanje i zatiranje radnih mjesta.<sup>104</sup> Važnost i uloga HF-ova uvelike je utjecala na negodovanje dioničara pri pokušaju Deutche Borse kupovine Londonske burze,<sup>105</sup> što je izazvalo dosta kontroverzi.

---

<sup>100</sup> Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 271.

<sup>101</sup> Vidi više: Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds (SEC (2005) 947), COM/2005/0314 final, 12.7.2005., dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52005DC0314> (21.11.2021.).

<sup>102</sup> PE su se opirali objavljivanju podataka o poslovanju te standardiziranju obrazaca izvještavanja, tako da su mirovinski fondovi bili prisiljeni preusmjeriti svoja ulaganja izvan PE-a. No sudska praksa je prisilila PE-u u SAD-u da objavljuju svoje rezultate prinosa institucionalnim ulagateljima. Kao rezultat toga neki PE-i su zabranili ulaganja institucionalnih ulagatelja u PE-e, kako bi time izbjegli izvještavanje. Tako je, primjerice Sequoia Capital isplatio University of Michigan kao institucionalnog ulagatelja iz fonda. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia A., op. cit., bilj. br. 25., str. 102.

<sup>103</sup> Bankarstvo u sjeni označava sistemski važne bankarske aktivnosti izvan uobičajenog bonitetnog okvira – kreditno posredovanje slično bankarskom. U preambuli Uredbe ističe se da: „...kriza je naglasila potrebu za poboljšanjem transparentnosti i praćenja ne samo u tradicionalnom bankarskom sektoru, već i u područjima kreditnog posredovanja sličnom kreditnom posredovanju banaka poznatom kao „bankarstvo u sjeni“, čiji je razmjer zabrinjavajući, a s obzirom na to da se već procjenjuje na blizu polovine reguliranog bankarskog sustava. Svi nedostaci u vezi s tim aktivnostima, koje su slične aktivnostima koje provode kreditne institucije, mogu utjecati na ostatak financijskog sektora.“ Kako su UAIF-ovi u velikoj mjeri ulagatelji u transakcije s vrijednosnim papirima, ovom je Uredbom nametnuta pojačana obveza izvještavanja UAIF-ovima o takvim transakcijama i prema regulatoru i prema ulagateljima. Uredba (EU) 2015/2365 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. studenoga 2015. o transparentnosti transakcija financiranja vrijednosnih papira i ponovne uporabe te o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 (Tekst značajan za EGP), SL L 337, 23.12.2015. (u daljnjem tekstu: Uredba EU 2015/2365).

<sup>104</sup> Clark, Ian, Financialisation, ownership and employee interests under private equity at the AA, part two; Industrial Relations Journal, str. 238-252., dostupno na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/irj.12137>; (31.08.2021.).

<sup>105</sup> Vidi bilj. br. 225. Vidi više i: Ferran, Eilis, op. cit., bilj. br. 16., str. 2-22.



Podloga jačanju zakonodavnog okvira bio je i Izvještaj - Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds,<sup>106</sup> na temelju kojeg je Europska komisija 2005. godine formirala tri grupe eksperata koji su trebali utvrditi kako poboljšati tržište EU fondova i njihovu učinkovitost.<sup>107</sup> Prva je grupa analizirala HF-ove, druga grupa PE, a treća otvorene fondove za ulaganje u nekretnine. Zaključci svake grupe bili su različiti, od toga da treba širiti okvir ulaganja u nekretnine kroz UCITS,<sup>108</sup> grupa za HF-ove je smatrala da nije potrebno upravitelje fondova dodatno regulirati, dok je grupa za PE izrazila zabrinutost zbog različitoga poreznog tretmana AIF-ova između država članica.<sup>109</sup> Rezultat je bio Investment Funds White Paper izrađen 2006. godine.<sup>110</sup> Središte razmatranja općenito je bilo usmjereno na podršku odvijanju prekograničnih transakcija tih fondova, nastojeći zajednički definirati pojam „privatne ponude“, ističući da ulagatelj treba donijeti informiranu odluku, no da se pritom mora moći osloniti na kvalificiranoga posrednika koji će mu pružiti stručnu pomoć. Tada je prvi put jasno zauzeto stajalište da je AIF industrija – segment financijske industrije koju treba nadzirati.<sup>111</sup>

Potreba regulacije AIF-ova došla je u središte interesa s financijskom krizom,<sup>112</sup> iako je već i ranije došlo do senzibilizacije međunarodne stručne javnosti o potrebi zaštite ulagatelja,<sup>113</sup>

---

<sup>106</sup> Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds, Brussels, 12.5.2005., COM(2005), 314 final (SEC(2005) 947), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52005DC0314> (17.7.2022.).

<sup>107</sup> Zetzsche, Dirk A., Introduction, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 1., str. 1- 21.

<sup>108</sup> Vidi više: Report on open-ended real estate funds: Frequently Asked Questions, 13.8.2008., dostupno na: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_08\\_161](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_08_161) (21.11.2021.).

<sup>109</sup> Ibid., str. 2., Vidi i: Žunić Kovačević, Nataša, Čulinović-Herc, Edita, Prekogranični i poreznopravni aspekti djelovanja investicijskih fondova, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29, br. 1(2008), str. 187-226., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/25345>, (11.9.2020.)

<sup>110</sup> EC, White Paper on enhancing the Single Market Framework for Investment Funds, COM (2006), dostupno na: <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/2b6bafb9-c804-4f4c-89b6-dbf9b855a511> (15.7.2020.).

<sup>111</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO) - Međunarodna organizacija Komisija za vrijednosne papire preporučila je standarde vezano za procjenu HF-ova. Vidi: Consultation Report of Principles For the Valuation of Hedge Fund Assets (A Consultation Report, March 2007), dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD240.pdf> (6.10.2020.). Vidi više i u: McVea, Harry, Hedge Fund Asset Valuations and the Work of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2008) 57 ICLQ 1, Cambridge University Press, vol. 57, br. 1(2008), str. 1-24.

<sup>112</sup> Ističe se da 2007. godine, prve žrtve financijske krize nisu bile banke, nego dva HF-a. Banke koje su upravljale fondovima, Bear Sterns nisu više bile sposobne konsolidirati gubitak koji se pojavio te se bankrot Bear Sternsa mogao izbjeći jedino uplitanjem regulatora i preuzimanjem fonda od JP Morgan Chasea. Vidi više: Wilhelmi, Rüdiger, Bassler, Moritz, AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 2., str. 23 -48., str. 23 -28.

<sup>113</sup> Loc. cit. Ističe se da, iako AIF-ovi nisu bili uzročnici krize iz 2008 godine postoje dokazi da su ipak određene poslovne aktivnosti koje su primjenjivali AIF-ovi odigrale ključnu ulogu u širenju financijske krize.

posebno nakon što su se zaredali financijski skandali, odnosno prijevare u koje su bili upleteni HF-ovi.<sup>114</sup>

Na međunarodnoj razini, u SAD-u je bilo dugo zagovarno stajalište da se HF-ovi trebaju regulirati samo kroz regulaciju banaka (putem kojih oni i posluju). No, nakon skandala s Lehman Brothers<sup>115</sup> i na tržištu SAD-a se mijenja takav stav, te se sve više priklanja ideji da se HF-ovi moraju registrirati kod nadležnog regulatora te ispunjavati neke obvezne standarde povezane s transparentnosti svojih aktivnosti.

Kada su se prijevarne aktivnosti počele odvijati i u području UCITS fondova, posebno dizajniranih za male ulagatelje, čiji je pravi primjer bio Madoff skandal,<sup>116</sup> zaključilo se da različiti pristup reguliranju odgovornosti depozitara nije prihvatljiv te da je zaštitu ulagatelja u državama članicama EU-a potrebno svesti na zajednički nazivnik, odnosno da je zakonodavni okvir potrebno uskladiti. Europski je parlament predložio pravila koja bi omogućila bolju zaštitu interesa dionika (engl. stakeholders)<sup>117</sup> u trgovačkim društvima u koje ulaže VC/PE,

---

<sup>114</sup> Gubitci ulagatelja od 2000. do 2004. godine koji su povezani s prijevarama u koje su bili upleteni HF-ovi u SA-u su prešli 1.1. milijardu USD-a. Nakon provedene istrage FBI je utvrdio da je od 2000. do 2005. godine, SEC u SAD-u istraživao 52 slučaja prijave HF-ova. Najčešće prijevarne aktivnosti odnosile su se na iznošenje netočnih podataka o ulaganjima fonda, lažnom prikazivanju ulagatelja i neovlaštenom trgovanju. Vidi više: Shelley, Horan, White Collar Crime, Money Laundering and Taxation: The AIFMD and Hedge Funds – An international and Irish Perspective, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 7., str. 109-134.

<sup>115</sup> Velike američke banke težeći što većoj zaradi, godinama su odobravale klijentima hipotekarne kredite pritom zanemarujući da klijenti nisu kreditno sposobni. Te su kredite zatim „pakirali“ u vrijednosne papire i preprodavali ulagateljima. Lehman Brother kupio je nekoliko brokerskih kuća koje su se time bavile te ostvario rekordne dobiti, pritom zanemarujući preuzete rizike. Kako je broj klijenata rastao i kako su rasli iznosi financijskih instrumenata koji su bili vezani uz te kredite, rizik se s godinama povećavao, da bi njegovi pravi razmjeri postali poznati tek 2007. i 2008. godine. No, stečaj Lehman Brothersa, koji je u svojoj imovini imao znatan dio financijskih instrumenata vezanih uz, tzv. 'drugorazredne hipotekarne kredite', bio je okidač za bankrot niza drugih financijskih institucija. Vidi više: Lioudis, Nick, Case study: The Collapse of Lehman Brothers, dostupno na: <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp> (11.6.2020.).

<sup>116</sup> Bernard Madoff i njegovo investicijsko (brokersko) društvo Bernard L Madoff Investment Securities LLC (u daljnjem tekstu: BLMIS) bilo je članom NASDAQ-a18. Madoff je sudjelovao u kreiranju NASDAQ-a19, odnosno automatske kotacije tog udruženja. BLMIS nije imao odobrenje za upravljanje investicijskim fondovima koji se nude javnosti. Pružanjem usluge investicijskog savjetovanja i posredničkom provizijom koju je ostvarivao kao broker ostvarivao je zaradu prikazujući odlične rezultate ulaganja, na temelju kojih je zahtijevao isplatu visokih naknada. Kreirao bi fiktivni portfelj i izvršio fiktivne transakcije, a potom bi koristio program koji je automatski distribuirao prinose ulagateljima. Da bi prikrio prijevaru na kraju svakog tromjesečja bi ulagao u obveznice trezora SAD-a kako bi otklonio sumnju na prijevaru. Prema nekim izračunima u toj financijskoj prijavi ulagatelji su oštećeni u ukupnom iznosu od 50 milijardi USD-a. Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Grković, Nikolina, Odjeci financijskog skandala Madoff u parničnoj praksi zemalja članica Europske unije na primjeru fonda Luxalpha SICAV, Zbornik pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 63, br. 3-4(2013), str. 593-615. Vidi i: Čulinović-Herc, Edita, Stečajne i parnične implikacije financijskog skandala Madoff na primjeru MAXAM fonda i Thema SICAV UCITS fonda, u: Garašić, J. (ur.), Europsko građansko procesno pravo – Aktualna pitanja, Zagreb, Narodne novine, 2013., str. 251-278.

<sup>117</sup> *Stakeholder* označava interesno-utjecajnu skupinu u poduzeću i oko njega: „Primarni stakeholderi imaju izravne i opipljive interese: to su vlasnici, menadžeri, zaposleni, kupci i dobavljači. Ti su stakeholderi presudni za

povećani nadzor pri korištenju financijske poluge<sup>118</sup> te povećanu razinu transparentnosti, osobito kada se ulaže u uvrštena društva.

Tijekom vremena AIF sektor počeo je sa samoregulacijom, upravo ponukan tom negativnom društvenom percepcijom AIF-ova. Tako su izrađeni brojni poslovni standardi i prakse, a PE sektor je izradio smjernice u odnosu na transparentnost,<sup>119</sup> procjenu imovine fondova te odgovorno ulaganje.<sup>120</sup> Takvi pokušaji samoreguliranja bili su izravna posljedica kritika te se njima nastojala spriječiti zakonska regulacija fondova. No, pritisak javnosti bio je prevelik, te je prevladala izražena namjera da fondovi trebaju doći pod stroži regulatorni okvir.

Prvi znak radikalnoga zaokreta u pristupu regulaciji fondova došao je s inicijativom G20 Summita u studenom 2008. godine u Washingtonu. Tada je zauzet stav da bi se svi proizvođači, tržišta i sudionici na njima trebali regulirati na primjeren način. U prosincu 2008. godine Europska komisija je otvorila konzultacije koje su bile ograničene na HF-ove.<sup>121</sup> Summit G20 u Londonu 2009. godine donio je politički sporazum da HF-ov trebaju biti predmet regulacije.<sup>122</sup>

Na konferenciji Europske komisije u veljači 2009.<sup>123</sup> godine Poul Nyrup Rasmussen i Charles Mc Creevy, održali su dva vrlo važna govora kojima su istaknuli da u središtu razmatranja buduće direktive moraju biti oni subjekti koji su relevantni za financijsku stabilnost i oni koji nisu dostatno regulirani, posebice HF-ovi, ali i ostali AIF-ovi. Europska je komisija nekoliko tjedana kasnije, 30. travnja 2009. godine izradila prijedlog AIFMD-a.

---

postojanje aktivnosti poduzeća. Sekundarni stakeholderi su oni na koje utječu, izravno ili neizravno, te je njihov status često određen kao posljedica aktivnosti poduzeća. Njihovi interesi su neizravni i udaljeni. To su krajnji potrošači, konkurenti, država na različitim razinama, javnost, društvo kao cjelina i mediji“. Vidi više: Tipurić Darko, Nadzorni odbor i korporativno upravljanje, Zagreb, Sinergija nakladništvo d.o.o., 2006., str. 37-38.

<sup>118</sup> Vidi bilj. br. 1.

<sup>119</sup> Private Equity Working Group u UK izradila je 2007. godine Smjernice - Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity, koje su bile na dobrovoljnoj bazi za PE društva koja su dobila odobrenje od FSA i portfeljna društva u UK-u koja su bila u vlasništvu PE-a; dostupno na: [www.ecgi.global](http://www.ecgi.global) (21.12.2021.).

<sup>120</sup> BVCA, A Guide to Private Equity, dostupno na: [https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012\\_0001\\_guide\\_to\\_private\\_equity.pdf](https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf) (21.11.2021.), Institutional Investor Group on Climate Change, Principle for Responsible Investment, A guide on climate change for Private Equity investors, 2010., dostupno na: <https://www.unpri.org/download?ac=274> (21.11.2021.).

<sup>121</sup> EC, Consultation Paper on Hedge Funds (2008), dostupno na: [europa.eu/rapid/press-release\\_IP-08-2028\\_en.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-2028_en.pdf) (26.4.2020.).

<sup>122</sup> Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 273.

<sup>123</sup> EC, Alternative Investments: Proceedings from High Level Conference on Private Equity and Hedge Funds, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm#conference](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm#conference) (8.11.2020.).

Prvi prijedlog AIFMD-a nije zadovoljio ničija očekivanja.<sup>124</sup> Najviše rasprava izazvale su odredbe koje su se odnosile na PE fondove u pogledu zabrane raspodjele imovine, tzv. *asset stripping*<sup>125</sup> i odredbe o depozitaru. No, zasigurno je donošenje AIFMD-a bilo podložno mnogim političkim utjecajima koji su dodatno djelovali i na stupanj kontrole koji se AIFMD-om želio postići.<sup>126</sup> Prevladao je stav da i dalje treba jačati transparentnost fondova s obzirom na to da je njihovo dotadašnje ponašanje utjecalo na financijska tržišta i ocijenilo se štetnim.<sup>127</sup>

Europska komisija prihvatila je prijedlog AIFMD-a u travnju 2009. godine, koji se usuglašavao do 2010. godine.<sup>128</sup> U cilju očuvanja stabilnog i sigurnog tržišta, te uz poštoivanje osnovnih načela EU-a o zaštiti četiri slobode - slobode kretanja robe, usluga, osoba i kapitala, 8. lipnja 2011. godine usvojen je AIFMD.<sup>129</sup> Države članice EU-a bile su je dužne primijeniti u svoja zakonodavstva najkasnije do 22. lipnja 2013. godine. Nadalje, do 22. lipnja 2014. godine UAIF-ovi su bili dužni ishoditi odobrenje za obavljanje djelatnosti, tzv. *authorisation* od tijela koje obavlja nadzor, odnosno koje regulira tržište kapitala.

---

<sup>124</sup> EC, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009, Brussels, 30 Apr. 2009, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52009PC0207> (17.7.2022.). Daljnja usuglašavanja bila su pod vrlo velikim pritiskom država članica, kao i fondovske industrije. Dok su jedni smatrali kako prijedlog AIFMD-a nije zadovoljio niti minimum regulacije, drugi su isticali kako se pogodovalo nekim državama članicama, dok su predstavnici fondova isticali kako će propisivanje pravila previše utjecati na njihov rad te da će smanjiti njihovu učinkovitost. Vidi više: Zetzsche, Dirk A., Introduction: Overview, Regulatory History, Technique, Transition, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 1., str. 5.

<sup>125</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.7.2.2. Zabrana raspodjele imovine (engl. *asset stripping*), str. 200 i dalje.

<sup>126</sup> Zahtjevi fondovske industrije su manje više ostavljeni po strani s obzirom na negativna iskustva prethodnog razdoblja. Vidi više: Zetzsche, Dirk A., Introduction: Overview, Regulatory History, Technique, Transition, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 1., str. 5.

<sup>127</sup> Ibid., str. 5., Vidi više i: Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 274-286. No, početkom 2010. godine IOSCO i Internationale Association of Insurance Supervisors zauzeli su zajednički stav, da bi uz HF-ove i PE fondovi, kao fondovi okarakterizirani kao dugoročno nelikvidni subjekti, mogli znatno utjecati na sistemski rizik. Vidi više: Internationale Association of Insurance Supervisors (IAIS) – Međunarodno udruženje nadzornika osiguranja, dostupno na: <https://www.iaisweb.org/page/about-the-iais> (22.11.2021.). Mišljenje da bi PE mogli biti inicijatori sistemskog rizika izrazila je i Europska središnja banka nakon supervizije banaka 2006. godine, kada je utvrdila da velike banke sudjeluju u financiranju LBO transakcija putem svojih povezanih društava (fondova ili investicijskih društava), pa se rizik može odraziti na likvidnost/nelikvidnost banaka, a onda moguće i na razini EU-a. Vidi više: Ferran, Eilis, op. cit., bilj. br. 16., str. 6.

<sup>128</sup> Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 274-286.

<sup>129</sup> Vidi bilj. br. 3.

U skladu s Preporukom G20, i u isto vrijeme s donošenjem AIFMD-a, i druge su neeuropske jurisdikcije primijenile okvir o regulaciji UAIF-a u svoja zakonodavstva. Tako je u SAD-u donesen Dodd-Frank Act,<sup>130</sup> a zakonodavni je okvir usvojen i u Singapuru<sup>131</sup> i u Australiji.<sup>132</sup>

### 2.2.1.2. AIFMD

Europski parlament odlučivši da je nužno uskladiti zakonodavni okvir, predložio je pravila koja bi omogućila bolju zaštitu interesa dionika u portfeljnim društvima, povećala nadzor pri korištenju instrumenta financijske poluge (engl. leverage) te povećala razinu transparentnosti, osobito pri ulaganju u uvrštena društva.

AIFMD predviđa načela, te ostavlja državama članicama da same urede način kako će ih provesti, dok se putem delegiranih uredbi<sup>133</sup> pitanja povezana s provedbom AIFMD-a izravno primijeniti u nacionalna zakonodavstva država članice. Europska komisija bila je ovlaštena donositi mjere kao obvezujuće tehničke standarde, dok ESMA (regulatorno tijelo na europskom tržištu kapitala) donosi smjernice, tzv. guidelines<sup>134</sup> s kojima se moraju uskladiti svi sudionici financijskoga tržišta.<sup>135</sup>

AIFMD teži uspostavi okvira koji će prevenirati potencijalne rizike koji bi mogli proizaći iz djelatnosti UAIF-a (budući da je središte razmatranja AIFMD-a isključivo na upraviteljima,

---

<sup>130</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Conference report (to accompany H.R. 4173). Washington: U.S. G.P.O., dostupno na: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>, (17.7.2022.). Vidi više u: Murdock, Carles W., The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: What Caused the Financial Crisis and Will Dodd-Frank Succeed Preventing Future Crisis, 64 S.M.U. L. Rev. 1243 (2011), str. 1244-1327, dostupno na: <https://lawcommons.luc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1178&context=facpubs> (14.8.2021.).

<sup>131</sup> Consumer protection (fair trading) amendment Act 2010, dostupno na: <https://sso.agc.gov.sg/Act/CPFTA2003>, (17.7.2022.).

<sup>132</sup> Competition and Consumer Law Act 2010 (Cth), dostupno na: <https://www.legislation.gov.au/Details/C2011C00003> (17.7.2022.). Vidi više u: Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 286.

<sup>133</sup> Delegirana Uredba Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor. Tekst značajan za EGP, SL L 83, 22.3.2013 i Delegirana uredba Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnim investicijskim fondovima trebaju uzeti u obzir, Sl. 277, 2.8.2021. (u daljnjem tekstu: Uredba AIFM) i Delegirana uredba Komisije (EU), br. 694/2014 od 17. prosinca 2013. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se određuju vrste upravitelja alternativnih investicijskih fondova, SL L 183, 24.6.2014.

<sup>134</sup> ESMA, Smjernice o politici nagrađivanja, ESMA Guidelines on the Model for International Cooperation (2013) (ESMA/2013/998), ESMA Guideline on Key Concept of the AIFM /ESMA/2013/600) ESMA Guidelines on Reporting Obligations under AIFMD; ESMA AIFMD Q&A (ESMA/2014/163).

<sup>135</sup> U literaturi je isticano da su normativni akti pisani na način kako bi zadovoljili sve „političke strane“ te da baš i nisu ispunili svrhu koja im je bila namijenjena. Vidi više: u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., str. 8. Vidi i: Ferran, Eilis, op. cit., bilj. br. 16., str. 18.

dok je sama tipologija fondova ostavljena na uređenje nacionalnom zakonodavcu) te koji će osigurati praćenje potencijalnih rizika od nadležnih tijela u EU-u. Kako je bilo teško za očekivati da se AIF-ovi urede na jedinstven način na europskoj razini, zbog njihovih različitih struktura ili sastava portfelja, AIFMD je nastojao nametnuti zahtjev da se AIF-ovi urede tako da ih se može nadzirati na nacionalnoj razini, uz poštovanje načela zabrane diskriminacije, kao jednoga od osnovnih načela EU-a, uvođenjem „putovnice“ za sve fondove osnovane u EU-u, a kao nužne pretpostavke za funkcioniranje jedinstvenoga zajedničkog tržišta.

Iako je donošenje AIFMD-a označilo početak stavljanja AIF-ova pod regulatorni kišobran, što je rezultiralo u nas donošenjem ZAIF-a, europski zakonodavac je tom direktivom zahvatio u prvom redu upravitelje tih fondova, a ne same fondove. UAIF-ovi mogu upravljati fondovima s velikim i vrijednim portfeljima, pritom koristeći napredne investicijske tehnike, posebno zaduživanje uz korištenje financijske poluge. To u slučaju nemogućnosti ispunjenja može generirati velike poremećaje na tržištu, pa i ugrozu financijskoga sustava u cijelosti. Stoga se nametanjem regulatornih zahtjeva UAIF-ima nastajala osigurati prevencija nastupa sistemskog rizika.<sup>136</sup> Time se željelo osigurati njegovo praćenje uz uspostavu mjera nadzora, vodeći računa o različitim investicijskim strategijama i tehnikama koje koriste UAIF-ovi, a posebice nakon što je utvrđeno da je prije krize iz 2008. godine, analiza sistemskog rizika bila zanemarena i podcijenjena.<sup>137</sup>

Sistemska rizik početak je lanaca loših ekonomskih događaja, on zapravo inicira „domino efekt“. To je ekonomski šok koji nastane nakon tržišnog ili institucionalnog poremećaja, kao lanac značajnih gubitaka financijskih institucija koji rezultira povećanjem troškova kapitala ili smanjenjem dostupnosti kapitala, a koje se pak očituje u znatnoj tržišnoj volatilnosti.<sup>138</sup> On je dio tržišnoga rizika,<sup>139</sup> no kako snažno utječe na tržište u cjelini, budući da ne pogađa samo sudionike tržišta, nego se širi kroz financijski sustav i tako posljedično pogađa cijelu ekonomiju, smatra se da u njegovoj prevenciji treba osigurati više kumulativnih mjera kako bi se preveniralo njegovo nastajanje.<sup>140</sup> Stoga je zahtjev AIFMD-a išao u smjeru učinkovitog

---

<sup>136</sup> Schwarcz, Steven, L., Systemic Risk, Duke Law School Legal Studies Paper, Number 163., Georgetown Law Journal, vol 97, br. 1(2008), str. 194-247., dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1008326](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008326) (27.12.2020.).

<sup>137</sup> Wilhelmi, Rüdiger, Bassler, Moritz, AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 2., str. 21.

<sup>138</sup> Vidi više: Schwarcz, Steven, L., Systemic Risk and the financial Crisis: Protecting the financial system as a „system“, str. 1-25., dostupno na: [https://www.law.berkeley.edu/files/bclbe/Schwarcz\\_Paper.pdf](https://www.law.berkeley.edu/files/bclbe/Schwarcz_Paper.pdf) (28.12.2019).

<sup>139</sup> Vidi bilj. 57.

<sup>140</sup> Primarni je cilj zaštita mikroprudencijalnog rizika – maksimizirati napore u popravljanju tržišnih poremećaja koji svaki za sebe mogu biti onaj koji će inicirati sistemski rizik. Među najvažnijim rizicima autor izdvaja:

nadzora sistemskog rizika<sup>141</sup> kroz: odredbe kojima se ograničava limit financijske poluge,<sup>142</sup> povlačenje licence ako da se ne udovoljava uvjetima,<sup>143</sup> zahtjev za usklađenjem depozitara u skladu s odredbama AIFMD-a,<sup>144</sup> zahtjev<sup>145</sup> da nadležno tijelo države članice može poduzeti sve mjere koje će osigurati normalno funkcioniranje tržišta te uvođenje mjera kroz korporativno upravljanje i to upravljanje sukobom interesa.<sup>146</sup>

AIFMD-om se osim sistemskog rizika, nastojalo zaštititi i ulagatelje, ostale sudionike tržišta kapitala i tržište u cijelosti. Zbog toga se u AIFMD-u spominje sekuritizacija,<sup>147</sup> kao metoda kojom se refinanciraju obveze i prenosi rizik, ali također i kreira novi značajan rizik<sup>148</sup> s obzirom na to da se dio rizika prebacuje na druge sudionike na tržištu. Naime, takvo je uređenje potpuno suprotno od do tada zauzetih stavova koji su isticali da će sistemski rizik izregulirati

---

neobaviještenost, nedovoljna procjena rizika, odnos principala i agenta te navodi da se rizik može toliko disperzirati da ga ulagatelj u konačnici prestane nadzirati i obzirati se na njega, a što je vrlo opasno. Vidi više: i u: Shwarcz, Steven L., Systemic Risk and the financial Crisis: Protecting the financial system as a „system“, op. cit., bilj. br. 138., str.1-25. Vidi i: Oatley, Thomas, Winecoff, Kindred W., The domestic rooting of financial regulation of global capital markets, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 15., pogl. 18., str. 477-479; Dornseifer, Frank, Hedge Funds and Systemic Risk Reporting, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 22., str. 627-647.

<sup>141</sup> Pristupilo se reorganizaciji nadzorne funkcije, koja se usredotočila na zaštitu sistemskog rizika i to putem makroprudencijalnog nadzora što pretpostavlja sagledavanje i nadzor financijskog sustava u cjelini koji teži ranom otkrivanju i procjeni rizika te poduzimanju preventivnih mjera. Pokazalo se kako znatan dio sistemskih rizika proizlazi iz samog sustava, neovisno o rizicima i stabilnosti pojedinih financijskih institucija. Praćenje rizika sistemskoga karaktera stoga je ključno za preciznu identifikaciju procesa njihova kumuliranja i stvarne opasnosti od njihove materijalizacije, čime je nadopunjen instrumentarij klasične supervizije. Mikroprudencijalni nadzor usmjeren je k izgradnji zajedničkog nadzora, koji ojačava prekograničnu suradnju, a što se postiže jačanjem pravnih propisa i uvođenjem standarda postupanja sudionika tržišta kapitala. Cilj je bio stvaranje snažne supervizije koja će povratiti povjerenje u financijski sustav i koja će spriječiti gomilanje rizika koji mogu ugroziti sustav. Momirović, Dragan, Nova arhitektura regulatornog i nadzornog dizajna europske unije – makro i mikroprudencijalni pristup: Bankarstvo magazine, (2012), str. 91., str. 82-109., dostupno na: <http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2012/1/UBS-Bankarstvo-1-2012-Momirovic.pdf> (28.12.2019.).

<sup>142</sup> Članak 25. stavak 3. AIFMD-a.

<sup>143</sup> Članak 11. i 46. stavak 2. točka k AIFMD-a.

<sup>144</sup> Članak 46. stavak 2. točka i AIFMD-a.

<sup>145</sup> Članak 46. stavak 4. AIFMD-a.

<sup>146</sup> Wilhelmi, Rüdiger, Bassler, Moritz, AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98, pogl. 2., str. 21-39.

<sup>147</sup> Sekuritizacija (engl. *securitization*) tehnika je financiranja u kojoj se manje likvidna potraživanja pretvaraju u lako utrživa potraživanja. Tehniku sekuritizacije razvijaju financijske organizacije ili velika trgovačka društva kako bi iz bilance uklonila potraživanja koja su podložna promjenama kamatnih stopa, kreditnom riziku ili su općenito nepovoljna ili rizična. To su poslovi pretvaranja nelikvidne u likvidnu financijsku imovinu, pri kojim nelikvidna financijska imovina (npr. portfelj kredita) najčešće služi kao osiguranje za izdanje vrijednosnih papira i/ili poslovi prijenosa takve imovine. Dostupno na: <http://www.arhivanalitika.hr/opsirnije.php> (22.09.2018.). Vidi više i: „Sekuritizacija u osnovi predstavlja model prodaje financijske imovine, najčešće kredita a na osnovi kojih se izdaju dugoročni dužnički vrijednosni papiri“. Tepuš, Mladen M., Analiza modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala u Hrvatskoj, Ekonomski pregled, vol. 58, br. 7-8(2007), str. 465-488, dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/14210> (15.1.2020.).

<sup>148</sup> Ovo je ulaganje dopušteno ako je propisano pravilima fonda i njegovi članovi su s njime upoznati, obaviještena Agencija o mogućem riziku koji proizlazi iz tog ulaganja te upravitelj ima sposobnost upravljati tim rizikom, vidi više: Zetsche, Dirk A., Eckner, David, Securitizations, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 21., str. 607-626.

samo tržište<sup>149</sup> te da profesionalni ulagatelji mogu sami sebe zaštititi i da im stoga nije potrebna dodatna regulacija.

Drugi važni cilj koji je propisao AIFMD bio je isti pristup jedinstvenom tržištu svim AIF-ovima država članica. AIFMD predviđa<sup>150</sup> da dodatni zahtjevi koji se propisuju na nacionalnoj razini ne smiju spriječiti ostvarivanje prava UAIF-ova da u drugim državama članicama nude i/ili prodaju profesionalnim ulagateljima u EU-u udjele u određenim AIF-ovima koji su osnovani izvan države članice. UAIF izvan EU-a trebao bi uživati prava prenesena AIFMD-om, kao što su trgovanje udjelima ili dionicama AIF-a u EU-u putem „putovnice“, ovisno o njegovoj usklađenosti s AIFMD-om.<sup>151</sup> To bi trebalo osigurati ista pravila za sve UAIF-ove u EU-u i one izvan nje. Stoga je cilj AIFMD-a bio uspostaviti zajedničke zahtjeve koji reguliraju odobrenja za rad i nadzor UAIF-a u svrhu usklađivanja pristupa u pogledu povezanih rizika i njihovog učinka na ulagatelje i tržišta u EU-u. Zbog toga je bilo nužno postaviti okvir koji može spriječiti te rizike, vodeći računa o različitim vrstama investicijskih strategija i tehnika koje koriste UAIF-ovi. No, to je bio i put da se osiguraju cjelovite, sustavne i zajedničke mjere nadzora u cilju prevencije mogućih tržišnih poremećaja, uz poštovanje načela proporcionalnosti, kao jednoga od osnovnih načela europskoga prava te se time osigurati zaštitu svih država članica EU-a.

### 2.2.1.3. Uređenje alternativnih investicijskih fondova nakon AIFMD-a

Zakonodavni okvir koji uređuje UAIF-ove čini uz direktivu<sup>152</sup> i niz drugih zakonodavnih akata. Osnovu predstavlja AIFMD koji mora biti implementiran u države članice, a na njega se

---

<sup>149</sup> Autor navodi da je britanski regulator (*Financial Service Authority*) (u daljnjem tekstu: FSA) prikupljao i raspolagao s podacima i prije krize, no svejedno nisu poduzete preventivne mjere. Filozofija FSA zastupala je stav da će se tržište samo izregulirati, da će ulagatelji sami najbolje upravljati rizicima te da će se zaštita potrošača najbolje ostvariti transparentnošću, a ne nametanjem pravila. Vidi više u: Wilhelmi, Rüdiger, Bassler, Moritz, AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 2., str. 21-38.

<sup>150</sup> Članak 6. stavak 1. AIFMD-a.

<sup>151</sup> Na temelju AIFMD-a kada EU AIF dobije „autorizaciju – putovnicu“ za obavljanje djelatnosti on može obavljati djelatnost u svim državama EU-a. Fondovi koji nisu EU podliježu regulaciji svakog posebnog nacionalnog tijela u državi članici u kojoj žele obavljati djelatnost. Cilj je AIFMD-a omogućiti i fondovima koji nisu iz EU-a da dobiju „putovnicu“. Vidi više: ESMA s advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMS and AIFs [http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-1236\\_advice\\_to\\_ep-councilcom\\_on\\_aifmd\\_passport.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-1236_advice_to_ep-councilcom_on_aifmd_passport.pdf) (29.08.2019.).

<sup>152</sup> Primarno zakonodavstvo EU-a čine akti država članica u kojima one sudjeluju izravno, bez institucija EU-a (ugovori), dok u stvaranju sekundarnih izvora prava - direktiva, uredbi, smjernica, sudjeluju institucije EU-a, a ne države članice. Vidi više: Rodin Siniša, Čapeta Tamara: Učinci direktiva Europske unije u nacionalnom pravu, Zagreb, Tiskara Znanje, 2008., str. 8 -14. Vidi i: Rodin Siniša, Čapeta, Tamara, Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, Europsko društvo Societas Europea kao novost u hrvatskom pravu, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, vol. 5, br. 1(2007), str. 127-152., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/26127> (16.7.2021.). Vidi više i: Barić, Sanja, Ružić,



naslanjaju level 2<sup>153</sup> mjere koje obuhvaćaju provedbene propise,<sup>154</sup> delegirane akte, tzv. technical implementing measures, koji se izravno primjenjuju na države članice te level 3 zakonodavnog okvira, koji obuhvaća smjernice, tzv. guidelines za primijenu level 1 i level 2.

Pored AIFMD-a i provedbenih propisa, a s obzirom na to da je cilj Europske komisije bio potaknuti i olakšati prikupljanje kapitala AIF-ova od ulagatelja u različitim državama članicama, kao i potaknuti ulagatelje da ulažu u AIF-ove na području EU-u te time i potaknuti dugoročna ulaganja, usvojene su uredbe<sup>155</sup> kojima se u odnosu na tipove fondova, pobliže reguliraju neki njihovi aspekti. Tako su usvojene: Uredba 45/2016 o europskim fondovima

---

Lena, Sekundarno zakonodavstvo EU i parlamentarni nadzor nad nacionalnom egzekutivom, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29, br. 2(2008), str. 787-824.

<sup>153</sup> Novi zakonodavni proces u financijskim uslugama prvi je put uveden 2001. godine, kada je EU podržao prijedloge Lamfalussyevog izvješća, kao brži i učinkovitiji. On uključuje četiri regulatorne razine (engl. *level*): *Level 1* - Europski parlament i Vijeće usvaja prijedlog direktive ili uredbe nakon potpuno provedenog i iscrpljenog procesa konzultacija; *Level 2* - Europska komisija usvaja, prilagođava i ažurira tehničke provedbene mjere uz pomoć savjetodavnih tijela (ESC, EBC, EIOPC), sastavljenih uglavnom od predstavnika država članica EU-a; *Level 3* - odbori nacionalnih tijela savjetuju Europsku komisiju u donošenju akata *level 1 i 2*, izdaju administrativne smjernice za provedbu EU legislativne te uspoređuju zakonodavnu praksu u državama članicama u cilju istovjetne primjene te bolje suradnje između nacionalnih supervizora; *Level 4* - osigurava ispravnu i pravodobnu primjenu u nacionalna zakonodavstva država članica. Vidi više: Vander Stichele, Myriam, Financial Regulation in the European Union, Mapping EU decision making structures on financial regulation and supervision, 2008., str. 15-20., dostupno na: <https://www.somo.nl/wp-content/uploads/2008/12/Financial-Regulation-in-the-European-Union.pdf> (17.11.2021.). Vidi i: Čulinović-Herc, Edita, Braut, Mihaela, The Role of CESR in EU Securities Market Law from technical advisor to sectoral supervisor, Die Offene Methode der Koordination in der Europäischen Union; Open Method of Coordination in the European Union, br. 1(2010), str. 263-283, dostupno na: <https://www.bibirbhr/451925> (21.11.2021.).

<sup>154</sup> Provedbeni propisi koji prate AIFMD su: Delegirana uredba Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor, SL L 83, 22.3.2013., Delegirana Uredba Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnim investicijskih fondovima trebaju uzeti u obzir, SL L 277/11, 2.8.2021. (u daljnjem tekstu: Uredba AIFM), Provedbena Uredba Komisije EU br. 447/2013 od 15. svibnja 2013. o utvrđivanju postupka za UAIF-ove koji odaberu da se na njih primjenjuju odredbe Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i vijeća, SL L 132, 15.5.2013., Provedbena uredba Komisije (EU) br. 448/2013 od 15. svibnja 2013. o utvrđivanju postupka za određivanje referentne države članice UAIF-a izvan EU-a u skladu s Direktivom 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća, SL L 132, 16.5.2013.; Delegirana Uredba Komisije (EU) br. 694/2014 od 17. prosinca 2013. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se određuju vrste upravitelja AIF, SL L 183/18, 26.4.2014. (u daljnjem tekstu: Ureda 694/2014), Delegirana uredba Komisije (EU) 2015/514 od 18. prosinca 2014. o informacijama koje su nadležna tijela dužna dostaviti Europskom nadzornom tijelu za vrijednosne papire i tržišta kapitala u skladu s člankom 67. stavkom 3. Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća, SL L 82, 27.3.2015., Delegirana uredba Komisije (EU) 2018/1618 od 12. srpnja 2018. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013 u pogledu dužnosti pohrane depozitara, SL L 271, 30.10.2018.

<sup>155</sup> Uredba kao sekundarni izvor prava EU-a ima izravni učinak u državama članicama. „Izravni učinak ES definira kao svojstvo pravne norme prava Zajednice da stvara subjektivna prava za pravne subjekte, a ta su subjektivna prava nacionalni sudovi dužni štiti“. Vidi više: Rodin Siniša, Čapeta, Tamara, Učinci Direktiva Europske unije u nacionalnom pravu, op. cit., bilj. br. 140, str. 14. Uredba se neposredno primjenjuju u državama članicama EU-a i to u pravilu pri uvođenju novih pravnih instituta, za razliku od Direktive kao obvezujuće u odnosu na rezultat koji je potrebno ostvariti. Vidi općenito u: Rodin Siniša, Čapeta, Tamara, Osnove prava Europske unije – gradivo za cjeloživotno obrazovanje pravnik, Zagreb, Narodne novine, 2009., str. 33-34.

poduzetničkog kapitala<sup>156</sup> i Uredba br. 346/2013 o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo,<sup>157</sup> koje uređuju pitanja europske putovnice za fondove koji su manjeg a volumena te Uredba 2015/760 o europskim fondovima za dugoročna ulaganja<sup>158</sup> i Uredba o novčanim fondovima.<sup>159</sup>

Cilj je Uredbe EuVECA<sup>160</sup> olakšati prikupljanje kapitala VC-a od ulagatelja u različitim državama članicama te potaknuti ulaganja VC-a i u subjekte osnovane u drugim državama članicama.<sup>161</sup> Propisani su uvjeti pod kojima ti subjekti za zajednička ulaganja mogu nositi oznaku „EuVECA“, te pod tim nazivom svaki ulagatelj može prepoznati o kakvom se fondu radi. Nije im dopuštena upotreba financijske poluge, odnosno ne smiju primjenjivati niti jednu metodu kojom se izloženost fonda povećava iznad razine obveze uplate kapitala, bilo putem pozajmljivanja gotovog novca ili vrijednosnih papira, zauzimanjem pozicija u izvedenicama ili na neki drugi način.<sup>162</sup> Mogu se zaduživati ili davati jamstva samo ako su ona pokrivena obvezama uplate kapitala na poziv.<sup>163</sup> Kvalificirana ulaganja trebala bi biti u obliku vlasničkih instrumenata ili instrumenata nalik vlasničkim instrumentima.<sup>164</sup> Od njih se zahtijeva puna

---

<sup>156</sup> Uredba (EU) broj 345/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. travnja 2013. o europskim fondovima poduzetničkog kapitala (Tekst značajan za EGP), SL L 115, 25.4.2013., Uredba (EU) 2017/1991 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. listopada 2017. o izmjeni Uredbe (EU) br. 345/2013 o europskim fondovima poduzetničkog kapitala i Uredbe (EU) br. 346/2013 o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo (Tekst značajan za EGP), SL 293, 10.11.2017 i Uredba (EU) 2019/1156 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. lipnja 2019. o olakšavanju prekogranične distribucije subjekata za zajednička ulaganja i izmjeni uredaba (EU) br. 345/2013, (EU) br. 346/2013 i (EU) br. 1286/2014, SL 188, 12.7.2019 (Tekst značajan za EGP.), (u daljnjem tekstu: EuVECA).

<sup>157</sup> Uredba (EU) broj 346/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. travnja 2013 o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo, SL L 115, 25.4.2013. (u daljnjem tekstu: Uredba o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo), kako je izmijenjena Uredbom (EU) 2017/1991 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. listopada 2017. o izmjeni Uredbe (EU) br. 345/2013 o europskim fondovima poduzetničkog kapitala i Uredbe (EU) br. 346/2013 o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo, SL L 293, 10.11.2017., Uredba (EU) 2019/1156 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. lipnja 2019. o olakšavanju prekogranične distribucije subjekata za zajednička ulaganja i izmjeni uredaba (EU) br. 345/2013, (EU) br. 346/2013 i (EU) br. 1286/2014, SL L 188.

<sup>158</sup> Uredba (EU) 2015/760 Europskog parlamenta i Vijeća od 29. travnja 2015. o europskim fondovima za dugoročna ulaganja, (Tekst značajan za EGP), SL L123, 19.5.2015. (u daljnjem tekstu: Uredba ELTIF).

<sup>159</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima (Tekst značajan za EGP), SL L 169, 30.6.2017., Delegirana uredba Komisije (EU) 2018/990 od 10. travnja 2018. o izmjeni i dopuni Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu jednostavnih, transparentnih i standardiziranih (STS) sekuritizacija i komercijalnih zapisa osiguranih imovinom (ABCP-ovi) te zahtjeva za imovinu primljenu u okviru obratnih repo ugovora i metodologija procjene kreditne kvalitete (Tekst značajan za EGP.), SL 177, 13.7.2018 (u daljnjem tekstu: Uredba o novčanim fondovima).

<sup>160</sup> Vidi bilj. br. 156.

<sup>161</sup> Preambula 2. Uredbe EuVECA.

<sup>162</sup> Članak 5. stavak 2. Uredbe EuVECA.

<sup>163</sup> Članak 5. stavak 3. Uredbe EuVECA.

<sup>164</sup> „Instrumenti nalik vlasničkim instrumentima“ su instrumenti financiranja koji su kombinacija vlasničkog kapitala (engl. *equity*) i duga (engl. *debt*), pri čemu povrat od ulaganja ovisi o ostvarivanju dobiti portfeljnog društva, a otplata instrumenata u slučaju neispunjavanja obveza nije potpuno osigurana. Oni uključuju različite instrumente financiranja kao što su podređeni zajmovi, tajno društvo, sudjelujući zajmovi, prava na udio u dobiti, zamjenjive obveznice i obveznice s varantima. Kao moguća dopuna vlasničkim instrumentima i instrumentima

transparentnost povezana s investicijskim politikama i investicijskim ciljevima. „Putovnica“ koju EuVECA fondovi dobivaju, kao što smo u ranijem istraživanju utvrdili, znači da UAIF može prikupljati sredstva za VC u različitim državama članicama, a bez potrebe da se usklađuje sa specifičnim pravilima o prikupljanju kapitala, javnom ponudom i drugim zahtjevima koji su različito uređeni nacionalnim zakonodavstvima.<sup>165</sup> Smatra se i da će ulagatelji imati više povjerenja u VC ako nosi oznaku EuVECA s obzirom na zahtjeve koji svaki EuVECA fond mora ispuniti.<sup>166</sup>

Iako se na prvi pogled čini da se ovom uredbom usklađuje pravno uređenje svih fondova poduzetničkoga kapitala u EU-u, to je zapravo pokušaj stvaranja fonda koji će nositi „EU“ oznaku. Ponajprije UAIF-ovi sami biraju žele li da se Uredba EuVECA primjenjuje na njih, odnosno žele li upotrebljavati oznaku EuVECA za VC kojim upravljaju.<sup>167</sup> Odluče li se UAIF-ovi za to, moraju zadovoljiti uvjete koji su propisani uredbom, ali ujedno uživaju i pogodnosti EU „putovnice“ VC-a posluju li na tržištu različitih država članica. Nadalje, Uredba EuVECA može se primjenjivati samo na UAIF-ove koji ne ulaze u primjenu AIFMD-a.<sup>168</sup> No, ako UAIF odluči da želi da se na njega primjenjuje AIFMD, on može pod određenim uvjetima i dalje zadržati oznaku EuVECA.<sup>169</sup> Drugim riječima, europski je zakonodavac donio Uredbu EuVECA da bi „malim“ UAIF-ovima koji upravljaju VC-ima, ali koji ne ulaze u polje primjene AIFMD-a, omogućio korištenje iste pogodnosti, a to je EU „putovnica“ za nuđenje i upravljanje VC-ima.

---

nalik vlasničkim, ali ne i zamjena za njih, trebali bi biti dopušteno osigurani ili neosigurani zajmovi kao što je, tzv. *bridge financing*. Vidi Točku (16) Preambule Uredbe EuVECA.

<sup>165</sup> Za PE fondove je to vrlo važno nakon financijske krize 2008. godine, nakon čega podatci pokazuju da PE fondovi teže dolaze do kapitala. Block, J., De Vries, G., Sandner, P., *Venture capital and the financial crisis: an empirical study across industries and countries*, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 21, str. 37-60, str. 41 i dalje. Više: Čulinović-Herc, Edita, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, op. cit., bilj. br. 34., str. 51-89.

<sup>166</sup> Park, Brian, Vermeulen, E. P. M., *The Future of Venture Capital in Europe: Applicable Lessons from the United States*, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98, pogl. 24., str. 667-681., str. 679.

<sup>167</sup> Članak 1. Uredbe EuVECA.

<sup>168</sup> Članak 2. stavak 1. točka a. Uredbe EuVECA - AIFMD se ne primjenjuje na sve UAIF-ove, već, uz druge uvjete (mjesto trgovanja i osnivanja AIF-ova), mora biti riječ o „većim“ UAIF-ovima. Ti su UAIF-ovi svrstani u dvije kategorije, oni čija imovina pod upravljanjem uključujući i korištenje financijske poluge ne prelazi prag od 100 milijuna EUR-a, ili oni čija imovina pod upravljanjem ne prelazi prag od 500 milijuna EUR-a u slučajevima kada AIF-ovi ne koriste financijsku polugu i ne predviđaju mogućnost ostvarivanja prava isplate tijekom razdoblja od pet godina nakon početnog ulaganja u svaki AIF.

<sup>169</sup> Članak 2. stavak 2. Uredbe EuVECA.

Valja istaknuti da su Uredbom EuVECA kao ciljna skupina ulaganja tih fondova određeni SME-ovi,<sup>170</sup> čime se želi potaknuti upravo njihov rast i inovativnost u okviru EU-a.<sup>171</sup> Tako su EuVECA fondovi dužni ulagati najmanje 70 % svoje imovine u četiri kategorije instrumenata, od kojih su tri vezane upravo uz SME-ove.<sup>172</sup>

U EU-u su 21. prosinca 2016. godine bila registrirana ukupno 33 EuVECA fonda, a među kojima nije bio niti jedan iz RH. Najviše EuVECA fondova osnovano je u Njemačkoj (11), zatim slijedi Luksemburg (7), Irska (5) i dr.<sup>173</sup> No, 22. srpnja 2021. godine u registar su i dalje upisana ukupno 33 EuVECA fonda u EU-u, među kojima i dalje ne nalazimo niti jedan iz RH. Najviše EuVECA fondova osnovano je u Austriji (njih 20), zatim slijedi Italija (8), Litva (2) i Njemačka i Portugal (po jedan fond).<sup>174</sup> Dvije godine kasnije, 30. srpnja 2023. godine registrirano je samo 11 EuVECA fondova, od čega je 10 iz Italije te jedan iz Njemačke.<sup>175</sup> Može se primijetiti da se broj EuVECA fondova u EU-u u zadnjih pet godina smanjuje, iz čega proizlazi da EuVECA fondovi nisu zaživjeli u praksi.<sup>176</sup>

Zaključno, primjena režima iz Uredbe EuVECA je opcionalna za UAIF-ove. Na UAIF-ove koji ne žele koristiti oznaku EuVECA i dalje se primjenjuju nacionalna pravila država članica. Iz toga proizlazi da je pravno uređenje VC-a i njihovih UAIF-ova i dalje mahom prepušteno nacionalnim zakonodavstvima država članica.<sup>177</sup>

---

<sup>170</sup> Definicija SME-a, članak 26. stavak 2. AIFMD-a, pozivom na Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises (Text with EEA relevance) (notified under document number C (2003) 1422), OJ L 124, 20/05/2003. Vidi više str. 218.

<sup>171</sup> To je kao cilj jasno postavljen u Preambuli 13 Uredbe EuVECA.

<sup>172</sup> EuVECA fondovi moraju ulagati najmanje 70 % svoje imovine u sljedeće kategorije instrumenata: vlasnički instrumenti ili instrumenti nalik vlasničkom instrumentu koje izdaje kvalificirani subjekt za imovinu (SME), osigurani ili neosigurani zajmovi koje EuVECA daje SME-u pod odgovarajućim uvjetima, udjeli ili dionice kvalificiranog subjekta za imovinu (SME) te dionice ili udjeli jednog ili više drugih EuVECA fondova (čl. 3. t. e. Uredbe EuVECA).

<sup>173</sup> Podatci preuzeti iz Registra EuVECA fondova koji vodi ESMA. Podatci su dostupni na: [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_euveca](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_euveca) (21.12.2016.).

<sup>174</sup> Vidi mrežne stranice ESMA-e: [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_euveca](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_euveca) (22.07.2021.).

<sup>175</sup> Podatci preuzeti s mrežne stranice ESMA-e: [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_upreg](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg) (30.7.2023.).

<sup>176</sup> Kao razlozi su isticali, da bi se trebalo proširiti raspon prihvatljivih subjekata u koje EuVECA mogu ulagati kako bi se dodatno povećala ponuda kapitala portfeljnim društvima (Definicija kvalificiranih subjekata za imovinu stoga bi trebala obuhvaćati poduzeća koja imaju umjesto tadašnjih 250 do 499 zaposlenika, a koja nisu uvrštena za trgovanje na uređenom tržištu ili na multilateralnoj tržišnoj platformi), zatim nametanje od određenih država članica EU zahtjeva da UAIF-ovi plaćaju dodatne naknade tržištu, čak i uz EuVECA putovnicu te ujednačavanje promidžbenih sadržaja EuVECA u svim državama članicama, a što je zakonodavac prepoznao i izmijenio izmjenama Uredbe EuVECA 2017. i 2019. godine, vidi bilj. 156.

<sup>177</sup> Kao što smo prethodno utvrdili u članku: Čulinović-Herc, Edita, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, op. cit., bilj. br. 34., str. 51-89., str. 65-67.

Uredbom ELTIF<sup>178</sup> nastojalo se ispuniti „prazninu u financiranju“, odnosno omogućiti AIF-ovima da dugoročno ulažu financijska sredstva u infrastrukturne projekte, neuvrštena i uvrštena društva, mala i srednja poduzeća koja izdaju vlasničke ili dužničke instrumente. Kako bi se osigurala dugoročnost ulaganja i pridonijelo financiranju održivoga razvoja gospodarstva EU-a, uredbom se određuje kategorija imovne koja je prihvatljiva za ulaganje takvih fondova (koji nakon što dobiju odobrenje koriste oznaku „ELTIF“) te uvjete pod kojima je takva imovina i prihvatljiva. ELTIF bi trebao ulagati najmanje 70 % svojega kapitala u prihvatljivu imovinu, a koja se određuje kao nelikvidna imovina,<sup>179</sup> no uz uvjet da se ulaže na određeno vrijeme i da ima ekonomski profil dugoročne prirode. Ta imovina uključuje neprenosive vrijednosne papire i nema pristup likvidnosti sekundarnih tržišta. U tim transakcijama u pravilu ulagatelji nemaju mogućnost otkupa prije završetka ulaganja.<sup>180</sup> Međutim, to ne znači da ELTIF ne može zatražiti uvrštenje svojih udjela ili dionica na uređeno tržište ili na multilateralnu trgovinsku platformu, pri čemu se ulagateljima pruža mogućnost prodaje njihovih udjela ili dionica prije isteka roka trajanja ELTIF-a.<sup>181</sup> Dapače, pravilima o osnivanju ne bi se smjelo to zabraniti.<sup>182</sup> Ovime se zapravo promoviraju sekundarna tržišta kao važno mjesto za male ulagatelje za kupnju i prodaju udjela ili dionica ELTIF-a.

Za razliku od EuVECA-e, ELTIF fond može biti samo AIF čiji UAIF ima odobrenje za rad na temelju AIFMD-a, što znači da će UAIF koji ima odobrenje moći ponuditi EuVECA-u svoj novi proizvod. ELTIF uredbom nastoji se, između ostalog, potaknuti ulaganja u neuvrštena društva i SME-ove. S obzirom na to da su ta društva, upravo ciljna portfeljna društva VC i PE-a, ideja EU zakonodavca bila je očigledno pobuditi interes UAIF-ova VC PE-a da odaberu regulatorni režim ELTIF-a. Kako je i primjena ELTIF uredbe opcionalna za UAIF-ove, ona će se primjenjivati na PE/VC, samo ako se njihovi upravitelji na to odluče.<sup>183</sup> Međutim, 21. prosinca 2016. godine nije zabilježen niti jedan registrirani ELTIF u EU-u. No, 28. studenoga 2021. godine registrirano je 58 fondova, od kojih je 10 novoosnovanih ili još nisu dobili

---

<sup>178</sup> Vidi bilj. 158.

<sup>179</sup> Nelikvidna imovina (engl. *nonliquid assets*, njem. *nicht liquides Vermögen*) je imovina koju neka osoba posjeduje u obliku oročenih depozita dulje od jedne godine, ali njome ne može upravljati niti se koristiti. Kod sektora stanovništva nelikvidna imovina je dugoročna štednja koja se oročuje i banka je u obliku dugoročnih kredita odobrenim poduzećima usmjerava u dugoročna ulaganja. Nelikvidna imovina nalazi se u pasivi bilance banaka, a odnosi se na njezino dugoročno poslovanje. Banka ima svoja nelikvidna sredstva u obliku obvezne rezerve i rezerve likvidnosti na računu kod centralne banke, dostupno na: <https://hrportfolio.hr/investicijski-rjecnik?pojam=N> (28.11.2021.).

<sup>180</sup> Članak 18. Uredbe ELTIF-a.

<sup>181</sup> Članak 19. Uredbe ELTIF-a.

<sup>182</sup> Članak 19. stavak 1. Uredbe ELTIF-a.

<sup>183</sup> Čulinović-Herc, Edita, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja, op. cit., bilj. br. 34., str. 65-67.

autorizaciju, od čega tri iz Španjolske, 20 iz Francuske, 14 iz Italije, 19 iz Luksemburga i dva iz Irske<sup>184</sup>, a 30. srpnja 2023. godine registrirano je 96 fondova,<sup>185</sup> što ukazuje da se razvoj ELTIF-ova nazire u praksi.

Uredbom o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo<sup>186</sup> regulira se rad investicijskih fondova koji osiguravaju sredstva socijalnim subjektima koji djeluju kao pokretači društvenih promjena, uz stvaranje dobiti za ulagatelje.<sup>187</sup> Socijalni subjekti definirani su kao subjekti u socijalnom gospodarstvu čiji je glavni cilj ostvariti socijalni učinak, a ne dobit za svoje vlasnike ili dioničare. Tim se fondovima upravlja na transparentan način putem uključivanja zaposlenika, potrošača i dionika na koje utječu njegove poslovne aktivnosti. Fondovi koji su osnovani i djeluju na način određen ovom uredbom nose oznaku „EuSE.“ U 2021. godini kod ESME je registrirano 15 fondova za socijalno poduzetništvo i to pet iz Španjolske, tri iz Njemačke, dva iz Nizozemske, dva iz Finske, jedan iz Luksemburga i jedan iz Francuske,<sup>188</sup> iz čega možemo zaključiti da su zaživjeli u praksi.

Uredbom o novčanim fondovima utvrđuju se pravila za novčane fondove koji su osnovani i kojima se upravlja ili trguje u EU-u, a koji moraju imati odobrenje za rad, ulažu u kratkoročnu imovinu, a cilj im je nuditi prinose u skladu sa stopama na tržištu novca ili očuvati vrijednost ulaganja.<sup>189</sup> To su fondovi koji osiguravaju kratkoročno financiranje financijskim institucijama, društvima i vladama putem kojih oni raspršuju vlastiti kreditni rizik i kreditnu izloženost, umjesto da se oslanjaju isključivo na bankovne depozite. Njihovi su ulagatelji uobičajeno društva koja žele uložiti višak gotovine. Rizik kod te vrste fondova pojavljuje se kada cijena imovine u koju je novčani fond uložio počne padati, pa novčani fond ne može ispuniti svoju obvezu trenutačne<sup>190</sup> isplate uz očuvanje glavnice svojim ulagateljima. To je trenutak koji može prouzročiti šire makroekonomske posljedice zbog moguće krize likvidnosti na tržištu. Stoga uredba propisuje zahtjeve kojih se moraju držati upravitelji kako bi se osigurala stabilnost i likvidnost novčanih fondova. Tako je propisano da svoju imovinu vrednuju jednom dnevno,<sup>191</sup>

---

<sup>184</sup> Podatci preuzeti s mrežne stranice ESMA-e: <https://www.esma.europa.eu/document/register-authorized-european-long-term-investment-funds-eltifs> (28.11.2021.).

<sup>185</sup> Podatak preuzet s: mrežne stranice ESMA-e: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/databases-and-registers> (30.7.2023.).

<sup>186</sup> Vidi bilj. 157.

<sup>187</sup> Točka 12. Preambule i članak 3. stavak 1. točka d) Uredbe o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo

<sup>188</sup> Dostupno na: [www.registers.esma.europa.eu](http://www.registers.esma.europa.eu) (22.12.2021.).

<sup>189</sup> Članak 1. Uredbe o novčanim fondovima.

<sup>190</sup> Članak 4. Uredbe o novčanim fondovima.

<sup>191</sup> Članak 29. Uredbe o novčanim fondovima.

a sama razina transparentnosti upravitelja prema ulagateljima je postavljena vrlo visoko,<sup>192</sup> upravitelj mora dostavljati svojim ulagateljima jednom tjedno na raspolaganje informacije o analizi dospjeća portfelja fonda. Da bi nosili oznaku money fond - MMFs moraju zadovoljiti zahtjeve propisane uredbom. Uredbom je propisana diverzifikacija ulaganja novčanog fonda,<sup>193</sup> te je određeno da novčani fond ne smije ulagati više od 5 % svoje imovine u instrumente tržišta novca i/ili instrumente sekurizacije i da iznad 10 % svoje imovine ne smije polagati u depozite kod iste kreditne institucije, osim u iznimnim slučajevima predviđenim uredbom.

S obzirom na to da je na dan 22. prosinca 2021. godine registrirano čak 468 MMFs-a kod ESME, najviše iz Luksemburga, Francuske i Irske, čini se da je zakonodavac uspio u namjeri formiranja EU money funds.<sup>194</sup>

Iako ovi fondovi ulažu „višak gotovine“ i nisu predmet ovog istraživanja (jer portfeljna društva u koje ulažu VC i PE vaze za kapitalom), vrijedno ih je spomenuti jer je uvođenjem Uredbe o novčanim fondovima zaokružen ciklus financiranja na tržištu kapitala te je uređen tijek financiranja u svim etapama i kratkoročnim i dugoročnim.

#### 2.2.1.4. Određenje alternativnih investicijskih fondova na razini Europske unije

Pri spomenu termina „alternativni fond“ uobičajeno se pomisli na HF-ove i PE, kao alternativu tradicionalnim investicijskim fondovima.<sup>195</sup> AIF se često definira kao „drugačiji način ili tip upravljanja imovinom“.<sup>196</sup> No, u skladu s člankom 4.1. (a) AIFMD-a: „AIF je subjekt za zajednička ulaganja koji: (i) prikuplja sredstva od brojnih ulagatelja s namjerom da ih ulaže u skladu s utvrđenom investicijskom politikom u korist ulagatelja i (ii) ne zahtijeva odobrenje za rad u skladu s člankom 5. Direktive 2009/65/EZ“. AIF je, dakle subjekt za zajednička ulaganja koji prikuplja sredstva od brojnih ulagatelja kako bi ih uložio u skladu sa svojom investicijskom

---

<sup>192</sup> Uredba (EU) 2015/2365 je donesena nakon što je procijenjeno da „bankarstvo u sjeni“ iznosi oko polovine reguliranog bankarskog sustava te vrlo lako može pridonijeti sistemskom riziku. Njome je nametnuta pojačana obveza izvještavanja UAIF-a o transakcijama prema regulatoru i prema ulagateljima. Uredbom o novčanim fondovima taj je trend nastavljen.

<sup>193</sup> Članak 17. Uredbe o novčanim fondovima.

<sup>194</sup> Podaci preuzeti sa: [www.registers.esma.eu](http://www.registers.esma.eu) (22.12.2021.). Broj fondova na dan 30. srpnja 2023. ostao je isti. Podatci preuzeti s mrežne stranice ESMA-e:

[https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mmf04\\_\(30.7.2023.\)](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mmf04_(30.7.2023.)).

<sup>195</sup> Autori navode da se uspjeh tradicionalnih investicijskih fondova mjeri uspoređujući uspjeh fonda s razvojem tržišta „beta-strategies“, dok se kod AIF-a zahtijeva ostvarivanje pozitivnog povrata koji je neovisan od volatilnosti tržišta ili barem ne korelira previše s njim, tzv. „alfa-strategies“. Vidi više u: Zetzsche, Dirk A., Scope of the AIFMD, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 3., str. 39-70., str. 39.

<sup>196</sup> Cavalier, Georges A., France: Taxation of Hedge Funds and Their Managers, u: Wymeersch, E. (ed.), op. cit. bilj. br. 79, str. 153-172., str. 155.

politikom u korist tih ulagatelja te onaj koji nije UCITS.<sup>197</sup> U skladu sa Smjernicama koje je izdala ESMA,<sup>198</sup> a u svrhu razjašnjavanja svakoga od pojmova koji čine definiciju AIF-a radi ujednačene i dosljedne primjene u svim državama članicama EU-a, ono što određuje AIF jest kumulativno ispunjavanje svih elemenata definicije. Ako toga nema, subjekt se neće smatrati AIF-om. Stoga elementi koji moraju biti kumulativno ispunjeni da bi subjekt bio AIF su: a) mora biti subjekt za zajednička ulaganja – značajke koje upućuju da je riječ o takvom subjektu su: da subjekt nema opću komercijalnu ni industrijsku svrhu;<sup>199</sup> od svojih ulagatelja prikuplja sredstva u svrhu ulaganja, kako bi za njih ostvario objedinjeni prinos;<sup>200</sup> imatelji udjela nemaju pravo svakodnevnog odlučivanja ili kontrole;<sup>201</sup> b) koji prikuplja sredstava – jednokratno, višekratno ili kontinuirano te je c) od (većeg) broja ulagatelja – više od jedne fizičke ili pravne osobe. Naime, ulaganje se smatra zajedničkim kada ga čine najmanje dva ulagatelja, no broj ulagatelja nije definiran AIFMD-om.<sup>202</sup> Ulaganje mora biti isključivo u korist ulagatelja. Ako bi prihod išao nekom drugom, a ne ulagatelju, nije riječ o AIF-u. Tako prikupljena sredstva subjekt mora ulagati u skladu s utvrđenom investicijskom politikom<sup>203</sup> i strategijom,<sup>204</sup> a ona

---

<sup>197</sup> Članak 4. stavak 1. točka a UCITS-a, AIFMD – UCITS znači subjekt za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire u skladu s člankom 5. Direktive 2009/65/EZ. Vidi više u poglavlju: 2.2.2.5.1.1. AIF kao neUCITS fond, str. 64-66.

<sup>198</sup> ESMA/2013/611, „Guidelines on key concepts of the AIFMD,(dalje u tekstu: ESMA/2013/611); dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf> (u daljnjem tekstu: ESMA/2013/611 (14.9.2024.).

<sup>199</sup> Opća komercijalna svrha podrazumijeva aktivnosti kupnje/prodaje dobara ili pružanje nefinancijskih usluga, a industrijska svrha su industrijske aktivnosti, proizvodnja roba ili izgradnja objekata - ESMA/2013/611 str. 3.

<sup>200</sup> Prinos je rezultat stjecanja / držanja / otpuštanja imovine i drugih aktivnosti kojima se povećava vrijednost imovine - ESMA/2013/611, str. 3.

<sup>201</sup> Neposredna i kontinuirana ovlast za donošenje odluka o upravljanju imovinom - ESMA/2013/611, str. 3.

<sup>202</sup> Prema viđenju ESME, a koje korespondira s njemačkom definicijom o investicijskim fondovima, dva su slučaja kada se smatra da je pojedinačni ulagatelj AIF. Prvi je slučaj kada jedan ulagatelj drži sve udjele u fondu, ali u skladu s osnivačkim aktima fonda, postoji mogućnost da drugi ulagatelj pristupi fondu. Drugi je slučaj kada samo jedan ulagatelj drži sve udjele u fondu, ali taj ulagatelj predstavlja mnoštvo drugih ulagatelja, koji su povezani s fondom putem tog ulagatelja. Tako npr. napajajući fondovi, trust fondovi. Zetsche, Dirk A., Scope of the AIFMD, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 14., pogl. 3., str. 39-70., str. 48.

<sup>203</sup> Ibid., str. 44. Autor obrazlaže da se prikupljanje sredstava ili kapitala za zajednička ulaganja može tumačiti različito, npr. grupa ljudi može zajednički kupiti nekretninu kako bi je kasnije dijelila na način da je koriste ili omogućila drugima da je koriste, ali ne ostvarujući dobit. Takav se način ne bi smatrao prikupljanjem kapitala.

<sup>204</sup> Elementi koji pojedinačno ili kumulativno upućuju na postojanje investicijske strategije su: investicijska strategija je utvrđena prije negoli što ulagatelj uplati sredstva, navedena je u pravilima ili osnivačkom aktu subjekta te je subjekt zakonski obavezan poštovati ulagačke ciljeve. Investicijska strategija sadrži neki od sljedećih kriterija: da će se ulagati u određene kategorije imovine ili uz ograničenja ulaganja; da će se ulagati u određene geografske regije; da će se pridržavati ograničenja u korištenju financijske poluge; da se primjenjuju pravila o minimalnom zadržavanju ulaganja; ili da će se pridržavati drugih ograničenja radi osiguravanja diverzifikacije rizika, ESMA/2012/117.



mora biti definirana prije samog ulaganja te ulagatelji moraju biti s njom upoznati na transparentan način, kao i o svakoj njezinoj eventualnoj izmjeni.<sup>205</sup>

S obzirom na to da postoji vrlo široka paleta tipova AIF-ova, AIFMD ih nije klasificirala, već je prepustila njihovu klasifikaciju državama članicama, kako bi ih mogle uskladiti sa svojim nacionalnim zakonodavstvima. Osnovna podjela fondova temelji se na okolnosti jesu li oni otvoreni<sup>206</sup> ili zatvoreni fondovi.<sup>207</sup> Ipak, da bi na neki način usmjerila države članice, ESMA<sup>208</sup> je navela šest tipova AIF-ova prema klasama imovine u koju se ulaže i to: 1.) fondove koji nisu UCITS fondovi i koji ulažu u iste investicijske kategorije kao UCITS (obveznice, financijske instrumente), ali na koje se ne odnose zahtjevi za diverzifikacijom i zaduživanjem, 2.) fondove koji ulažu u financijske instrumente u koje je zabranjeno ulagati UCITS fondovima, 3.) fondove rizičnoga kapitala koji primarno ulažu u vrijednosne papire postojećih društava koja nisu uvrštena na uređeno tržište, 4.) fondove poduzetničkog kapitala koji primarno ulažu u društva koja tek započinju posao ili su započela posao, 5.) nekretninske fondove i 6.) AIF-ove koji ulažu u brodove, vino, patente, kovani novac, metal, robu i sl. Tako nabrojene kategorije izrijeком ne navode HF-ove, no oni potpadaju u skladu s obrazloženjem ESME pod kategorije, 1, 2 i 6. No, pritom je nužno imati na umu, da iako je klasifikacija fondova korisna, ona ne može točno odrediti tip AIF-a, budući da se njihova imovina može sastojati od više različitih vrsta imovine.<sup>209</sup>

U skladu s člankom 2(2b) AIFMD-a, pravni oblik u koji je ustrojen AIF nije odlučujući. Naime, nije relevantno je li AIF otvorenog ili zatvorenog tipa, odnosno je li osnovan na temelju ugovornog prava, trust lawa,<sup>210</sup> ili zakona, ili pak ima neki drugi pravni oblik. Nadalje, u skladu s člankom 2 (2c) AIFMD-a, nije bitna niti pravna struktura upravitelja AIF-a, no on prema zahtjevu AIFMD-a mora biti pravna osoba (čl. 4.1.b. AIFMD-a).

## 2.2.2. Odabrana nacionalna zakonodavstva

---

<sup>205</sup> Vidi više i: Derenčinović Ruk, Morana, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds?, *InterEULawEast: Journal for the international and European law, Economics and Market Integrations*, vol. 7., br. 2(2020), str. 167-175.

<sup>206</sup> Vidi definiciju otvorenog fonda, str. 63.

<sup>207</sup> Vidi definiciju zatvorenog fond, str. 64.

<sup>208</sup> ESMA/2012/117.

<sup>209</sup> Dodatak IV. Uredbe AIFM-a propisuje u obrascima izvještaja koje su to precizne informacije o investicijskim strategijama koje provodi AIF, a koje su upravitelji dužni dostaviti regulatoru. Može se zaključiti da postoje brojne strategija, pa posljedično i vrlo veliki broj različitih AIF-ova.

<sup>210</sup> Vidi objašnjenje *trust law*, str. 109. i dalje.

U nastavku rada će se izložiti pregled odabranih nacionalnih zakonodavstava s osvrtom na pravne izvore u odnosu na AIF-ove i njihove upravitelje te tipologiju AIF-ova koju primjenjuju nakon stupanja na snagu AIMFD-a. Komparativna zakonodavstva, osobito njemačko, francusko i pravo UK-a odabrana su zbog toga što predstavljaju tri osnovne pravne škole u Europi, dok je slovensko pravo uzeto u obzir kao primjer iskustva susjedne zemlje. Zanimljivo je vidjeti koji su put ta zakonodavstva, u kojima je fondovska industrija više ili manje zastupljena, odabrala. S obzirom na to da informacije o ulagateljima kao i vrstama transakcija AIF-ova nisu bile transparentno objavljivane i javno dostupne, jer je riječ o privatnim ulagateljima, prevladavalo je mišljenje kako AIF-ovi nisu bili zakonodavno regulirani. No u nastavku rada ćemo vidjeti da to baš i nije bilo tako.

#### 2.2.2.1. Njemačka

Banke su, kao financijeri gospodarske djelatnosti u Njemačkoj, kao i u većem dijelu Europe, imale vrlo veliku ulogu, što je za posljedicu imalo vrlo oprezan i spor razvoj fondovske industrije. Razvoj fondova rizičnog kapitala započeo je šezdesetih godina 20. stoljeća. Od 1996. godine pa do 2000. primjetno je povećanje ulaganja poduzetničkog kapitala na godišnjoj razini s 471 milijuna EUR-a na 3,721 milijuna u 2000. godini. Rast se nastavio sve do krize 2008. godine, no ipak je 2010. poduzetnički kapital njemačkih trgovačkih društava dosegao 3,313 milijuna EUR-a, a od čega je 2,093 milijuna uloženo u informatičku industriju te komunikacijsku tehnologiju i industrijske proizvode.<sup>211</sup>

No, unatoč općem zakonodavnom okviru, fondovi nisu bili područje koje je bilo predmetom nekoga većeg zakonodavnog interesa. Prvi zakon koji je gotovo 30 godina uređivao investicijske fondove jest Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (BGBI. I 378) iz 1957. godine,<sup>212</sup> a prvi zakon koji je regulirao ulaganje u mala i srednja društva koja nisu uvrštena na uređeno tržište bio je Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG)<sup>213</sup> iz 1986. godine. Investmentgesetz (InvG),<sup>214</sup> koji je stupio na snagu 2004. godine imao je zadaću modernizirati pravno uređenje fondova, pa su tako prvi put u Njemačkoj regulirani HF-ovi. Oni su definirani kao „investicijska shema“ s dodatnim rizikom ako upotrebljavaju instrument

---

<sup>211</sup> Holger, Fleischer, Hupka, Jan, Germany, u: Wymeersch, E. (ed.), op. cit., bilj. br. 88., str. 195.

<sup>212</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 37-38.

<sup>213</sup> Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (u daljnjem tekstu: UBGG), BGBI I.S., br. 68 od 24.12.1986.

<sup>214</sup> Investmentgesetz (u daljnjem tekstu: InvG), BGBI.I.S. br. 62 od 19.12.2003.

financijske poluge ili koriste „kratku prodaju“,<sup>215</sup> i nisu bili ograničeni u izboru imovine koja čini njihov ulagački portfelj. Nadalje, uspostavljen je novi zakonodavni okvir za sve vrste otvorenih fondova.<sup>216</sup> Takvo je rješenje proisteklo iz reforme dotadašnjeg uređenja koje je ocijenjeno nedostatno kompetitivnim te se htjelo učiniti Njemačku privlačnijom za ulagatelje. HF se mogao osnovati samo kao jednostavan HF čiji su se udjeli mogli nuditi samo kroz privatnu ponudu, a pritom mu je bilo dopušteno koristiti short selling investicijsku tehniku i primijeniti mehanizam financijske poluge (engl. leverage).<sup>217</sup> Fond HF-ova mogao se nuditi javnom ponudom te je bio podložan strogim pravilima. Fondu HF-ova nije bila dopuštena uporaba financijske poluge te je mogao ulagati samo u jednostavni domaći HF.<sup>218</sup>

Nakon toga je uslijedio Gesetz zur Forderung von Wagniskapitalbeteiligungen (WKBG)<sup>219</sup> iz 2008. godine. On je bio namijenjen poboljšanju pravnog okvira poduzetničkog kapitala, donio je povećane zahtjeve transparentnosti, osobito u području radnog prava, udovoljavajući zahtjevima radnika obvezujući predstavnike poslodavca da unaprijed informiraju radnike da će društvo u kojem su zaposleni biti predmetom akvizicije. Posljedica donošenja WKBG održavala se u porastu raznovrsnih oblika ulaganja u poduzetnički kapital. Tomu su najviše pridonijele porezne olakšice koje su ostvarivala društva ulagatelji, što je tu vrstu ulaganja činilo još atraktivnijom.<sup>220</sup> Risikobegrenzungssetz<sup>221</sup> iz 2008. godine bio je zakon koji je nametnuo nove obveze (ne prava) dioničarima pri sklapanju transakcija poduzetničkog kapitala, posebno u pogledu transparentnosti. Tako je primjerice svaki dioničar koji bi dosegao određeni prag

---

<sup>215</sup> *Short selling* kratkoročna (kratka) prodaja dionice, označava prodaju dionica po sadašnjoj cijeni, a kasnije kupnju dionice po nižoj cijeni te vraćanje posuđene dionice. Kao investicijska tehnika u mnogim je zemljama diljem svijeta ograničena ili zabranjena nakon financijske krize 2007. – 2009. jer se smatralo da je generirala visoku nelikvidnost na financijskim tržištima. Vidi više: Beber, Alessandro, Pagano, Marko, Short-selling Bans around the World, Tinbergen Institute Discussion Paper, br. 10/106/2 DSF1, str. 1-49, dostupno na: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/86925/1/10-106.pdf> (21.10.2020.). Uredbom (EU) br. 236/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. ožujka 2012. godine o kratkoj prodaji i određenim aspektima kreditnih izvedenica na osnovi nastanka statusa neispunjavanja obveza (Tekst značajan za EGP), (u daljnjem tekstu: Uredba o kratkoj prodaji), SL L 86, 24.3.2012, propisani su uvjeti koji moraju biti ispunjeni kako bi se moglo upotrebljavati ovu investicijsku tehniku. Uredba je stupila na snagu u državama članicama EU-a 1. studenog 2012. godine, a u RH primjenjuje se od 1. srpnja 2013. godine.

<sup>216</sup> Vidi općenito u: Land, Norbert, German alternative investment fund regulation – wrong answers to the wrong question, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 15, pogl. 15., str. 379-405.

<sup>217</sup> Vidi objašnjenje pojma „financijska poluga“, bilj. 1.

<sup>218</sup> U studenom 2011. godine u Njemačkoj je prema BaFinu (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – nadzorno tijelo u Njemačkoj) bilo registrirano svega 13 jednostavnih HF-a i 8 fondova HF-a. Vidi više: Holger, Fleischer, Hupka, Jan, Germany, u Wymeersch Eddy (ur.), op. cit., bilj. br. 89, str. 185.

<sup>219</sup> Gesetz zur Forderung von Wagniskapitalbeteiligungen (u daljnjem tekstu: WKBG), BGBl. I, 1672 od 12.8.2008.

<sup>220</sup> Holger, Fleischer, Hupka, Jan, Germany, u: Wymeersch, E. (ed.), op. cit., bilj. br. 88., str. 196-197.

<sup>221</sup> Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungssetz), BGBl.I.S. br. 36 od 18.8.2008. Investmentgesetz (InvG), BGBl.I.S. br. 62 od 19.12.2003.

(engl. threshold) bio obvezan to objaviti kao i prava koja je time stekao,<sup>222</sup> bolje je zaštitio zaposlenike tijekom postupka akvizicije te omogućio bolju informiranost o navedenim postupcima odmah na početku procesa, zbog čega ga se smatra iznimno važnim za razvoj zaštite ulagatelja.<sup>223</sup>

AIF-ovi su čak i prije krize iz 2008. godine bili učestalo kritizirani u Njemačkoj. Politički lider Socijaldemokratske stranke, Franz Muntefering okarakterizirao je AIF-ove kao „skakavce“<sup>224</sup> koji preuzimaju društvo te ga nakon nekoga vremena opustoše i napuste. Slučaj pokušaja preuzimanja Londonske burze od Deutsche Borse AG potaknuo je raspravu koja se razvila u pravu političku i regulatornu borbu oko pitanja, kako najbolje zaštititi njemačka društva od preaktivnih manjinskih dioničara koji iskorištavaju pasivnost većinskoga dioničara tako da sa svojim manjinskim paketom prava glasa i dostatne glasačke snage opstruiraju donošenje važnih predloženih odluka u društvu.<sup>225</sup> To se pitanje riješilo primjenom *Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG)*<sup>226</sup> kojim je u njemačko zakonodavstvo transponirana Direktiva o transparentnosti<sup>227</sup> uvođenjem obveze objave stjecanja glasačkih prava.

Velika je većina AIF-ova u Njemačkoj i prije transponiranja AIFMD-a u njemački pravni sustav podlijejala dužnosti pribavljanja odobrenja za rad od regulatora (BaFin)<sup>228</sup> prije početka rada i izlaska na tržište, odnosno započinjanja procesa ulaganja. Uvjete dobivanja odobrenja za rad propisivao je *Investmentgesetz (InvG)*,<sup>229</sup> koji je zahtijevao da se AIF-ovi moraju uskladiti s organizacijskim i kapitalnim zahtjevima te pravilima poslovnoga ponašanja.<sup>230</sup>

---

<sup>222</sup> Land, Norbert, German alternative investment fund regulation – wrong answers to the wrong question, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 13, pogl. 15., str. 399.

<sup>223</sup> Ibid., str. 398-399.

<sup>224</sup> Holger, Fleischer, Hupka, Jan, Germany, u: Wymeersch, E. (ed.), op. cit., bilj. br. 88., str. 183-204.

<sup>225</sup> Uprava Deutsche Borse AG dala je ponudu za preuzimanje London Stock Exchange 12. prosinca 2004 godine. Grupa HF-ova vođena *The Childrens Investment Fund* (u daljnjem tekstu: TCI) kupila je u kratko vrijeme dovoljno dionica Deutsche Borse AG-a i time blokirala planirao preuzimanje Londonske burze. Razlog je bio taj što su smatrali da je cijena koju je ponudio Deutsche Borse za 5,30 funti po dionici bila previsoka. U isto vrijeme kada su HF kupili dionice Deutsche Borse AG, prodali su dionice Londonske burze te je time došlo do smanjenja cijene dionica Londonske burze. Na taj način, iako cijena dionica Deutsche Borse AG ne bi rasla, TCI bi profitirali iz smanjene cijene dionica Londonske burze. Takav je postupak doveo do potrebe mnogo strože regulacije transparentnosti fondova. Vidi više: Land, Norbert, German alternative investment fund regulation – wrong answers to the wrong question, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 15., pogl. 15., str. 397-399.

<sup>226</sup> *Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG)*, BGBl I.S., br. 1 od 5. siječnja 2007. godine.

<sup>227</sup> Direktiva 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i o izmjeni Direktive 2001/34/EZ, SL 390, 31.12.2004. (u daljnjem tekstu: Direktiva o transparentnosti).

<sup>228</sup> BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – Financijska nadzorna agencija u Njemačkoj.

<sup>229</sup> *Investmentgesetz (InvG)*, BGBl I.S., br. 62 od 19.12.2003.

<sup>230</sup> Sascha, Staat, Germany, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 14., pogl. 34., str. 713-722.

Danas su fondovi u njemačkom pravu uređeni Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)<sup>231</sup> u kojim je primjenjen AIFMD i koji je potpuno izmijenio dotadašnju regulaciju.<sup>232</sup> Taj zakon donosi novi skup pravila za otvorene fondove (koji uobičajeno nastaju na ugovornoj osnovi) i zatvorene fondove (koji se obično zbog poreznopravnih razloga registriraju kao trgovačka društva s pravnom osobnošću) te njihove upravitelje. Zatvoreni fondovi ovim su zakonom prvi put u cijelosti potpali pod njegov zakonodavni okvir.<sup>233</sup> UAIF mora imati odobrenje za rad. Mali AIF-ovi podliježu strožem režimu negoli što predviđa AIFMD. Prema podacima Private Equity Association<sup>234</sup> u Njemačkoj je 2017. godine bilo oko 300 fondova poduzetničkog kapitala i više od pet tisuća portfeljnih društava u koja su ti fondovi ulagali, a koja su zapošljavala više od 960000 zaposlenika. Ulaganja rizičnog kapitala porasla su sa 6,7 milijardi EUR-a 2014. godine do 10,4 milijardi EUR-a 2017. godine.<sup>235</sup> Prema podacima iz lipnja 2020. godine vrijednost neto imovine AIF-ova čini 57,8 % BDP-a.<sup>236</sup> Ovo su pokazatelji da su VC/PE vrlo bitni za njemačko gospodarstvo, s dinamičnim rastom te važan tržišni dionik.

#### 2.2.2.2. Ujedinjeno Kraljevstvo

Prije uvođenja AIFMD u UK, temelji uređenja fondova postavljeni su Financial Service Actom 2000,<sup>237</sup> tzv. primarnim zakonodavstvom, dok se detaljnije odredbe nalaze u Statutory Instruments, u tzv. sekundarnom zakonodavstvu.<sup>238</sup> Tadašnji regulatorni okvir poznao je četiri vrste investicijskih fondova – schema: Authorized Unit Trust Schemes (AUTS),<sup>239</sup> UK

---

<sup>231</sup> Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), BGBl I.S. 1981, br. 35. od 4. lipnja 2013.

<sup>232</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57, str. 37.

<sup>233</sup> Emde, Thomas, The Implementation of the AIFMD in Germany, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 35., str. 819-837., str. 821.

<sup>234</sup> Podatci preuzeti iz German Private Equity Association (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK)), the German Private Equity Market 2017 and Outlook for 2018, str.4., dostupno na: [https://www.dbag.com/fileadmin/user\\_upload/20180226\\_pm\\_bvk\\_jahresstatistik2017\\_1.pdf](https://www.dbag.com/fileadmin/user_upload/20180226_pm_bvk_jahresstatistik2017_1.pdf), (22.7.2022.).

<sup>235</sup> Podatci se odnose na ulaganja u neuvrštena društva. KPMG Final Report on the Operation of the AIFMD, Submitted 10th December 2018 (u daljnjem tekstu: KPMG Final Report), dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190110-aifmd-operation-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf), str. 228. (8.6.2019.).

<sup>236</sup> Vlada Republike Hrvatske, Konačni prijedlog Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima od 9. rujna 2021., str. 42, dostupno na: [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-09-09/165502/PZE\\_152.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-09-09/165502/PZE_152.pdf) (17.11.2021.).

<sup>237</sup> Financial Service and Markets Act 2000 od 14. lipnja 2000 godine (u daljnjem tekstu: FSMA), dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2015/978011127667/contents> (8.6.2019.).

<sup>238</sup> Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 51., str. 31.

<sup>239</sup> To je oblik zajedničkog ulaganja kod kojeg imovina ulagatelja pripada *trustu* osnovanom u korist ulagatelja, SEC.237 FSMA 2000.

Authorized Opened-Ended Investment Companies (OEIC)/Investment companies with variable capital (ICVC),<sup>240</sup> UK Authorized Contractual Scheme (ACS) i Recognized Overseas Schemes (ROSs).<sup>241</sup> Osobitost je fondova u tome da su se osnivali ili u obliku trusta, kojem je svojstveno da imovina ulagatelja pripada trustu osnovanom u korist ulagatelja ili u obliku otvorenih fondova, koji su bili osnovani kao trgovačka društva s fiksnim ili varijabilnim kapitalom.

AIFMD je primjenjen u pravni sustav UK-a 16. srpnja 2013.<sup>242</sup> Alternative Investment Fund Managers Regulations (u daljnjem tekstu: AIFMR),<sup>243</sup> kao Statutory Instruments propisao je zahtjeve za upravitelje u UK-u. Dodatni uvjeti i zahtjevi propisani su i primijenjeni prateći u kontinuitetu daljnji razvoj europskoga zakonodavstva. U vrijeme primijene AIFMD-a, u UK-u je bilo registrirano 850 upravitelja koji su upravljali imovinom od 550 milijuna funti,<sup>244</sup> što svjedoči o važnosti AIF-ova na tržištu UK-a.

AIFMR je uvelike izmijenio dotadašnju strukturu i organizaciju AIF-ova u UK-u kako bi se uskladio s AIFMD-om, a u manjem dijelu je izmijenjen s Alternative Investment Fund Managers Order.<sup>245</sup> U oblike AIF-ova uvršteni su zatvoreni fondovi, dok su isključeni UCITS-i u skladu s definicijom iz AIFMD-a. AIF se može osnovati neovisno o pravnom obliku. No, kako su se u praksi pojavljivale nedoumice oko toga što se sve može smatrati AIF-om, nakon što je ESMA izdala smjernice,<sup>246</sup> Financial Conduct Authority<sup>247</sup> britansko nadzorno tijelo, izdalo je svoje smjernice u Perimeter Guidance Manual.<sup>248</sup> Putem njih je utvrđena pragmatična check lista s pomoću koje se može jednostavno utvrditi smatra li se neka tvorevina AIF-om, odnosno ulazi li u polje primjene fondovske regulative. UAIF-ovi trebaju ishoditi odobrenje za

---

<sup>240</sup> OEIC/ICVC je vrsta otvorenog fonda za zajednička ulaganja koja su uključena u obliku društva. Razlika je što je ICVC (engl. *investment companies with variable capital*) društvo koje ima varijabilni kapital. Vidi više: Siena, John R., Eckner, David., *The AIFMD a Transposition in the United Kingdom*, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 34., str. 791-817., str. 794. Vidi više i: Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, *Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala*, op. cit., bilj. br. 57., str. 30.

<sup>241</sup> To su fondovi osnovani izvan UK-a i regulirani poglavljem V., sec.264-283 FSMA 200.

<sup>242</sup> UK Statutory Instruments, 2013 No. 1773, dostupno na: [http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1773/pdfs/uksi\\_20131773\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1773/pdfs/uksi_20131773_en.pdf) (31.8.2019).

<sup>243</sup> Alternative Investment Fund Managers Regulations, SI 2013 No.1773 (u daljnjem tekstu: AIFMR).

<sup>244</sup> Podatak preuzet iz: Siena, John R., Eckner, David., *The AIFMD Transposition in the United Kingdom*, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 34., str. 791-897., str. 792.

<sup>245</sup> The Alternative Investments Fund Managers Order 2014, UK Statutory Instruments, 2014, No. 1292 (u daljnjem tekstu: AIFMO), dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2014/1292/part/3> (31.8.2019.).

<sup>246</sup> ESMA/2012/117, Discussion paper Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.2.,2012., dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>, (16.6.2019.)

<sup>247</sup> *Financial Conduct Authority* (u daljnjem tekstu: FCA), dostupno na: <https://www.fca.org.uk> (21.07.2021.).

<sup>248</sup> Perimeter Guidance Manual (u daljnjem tekstu: PERG), koju je izdao Financial Conduct Authority, dostupno na: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> (21.07.2021.).

rad, autorisation - od FCA. Pravnu strukturu fondova (dioničko društvo, komanditno društvo, ugovorne sheme utemeljene na trustu) u UK-u ulagatelji odabiru vodeći računa o poreznom tretmanu koji je predviđen za određeni pravni oblik u kojem se osniva fond. No za odabir pravne strukture AIF-a za ulagatelje je važno i koja su prava i obveze upravitelja fonda koje taj pravni oblik zahtijeva od upravitelja, ponajprije u odnosu na organizacijske zahtjeve i razinu transparentnosti koju su dužni ispoštovati.<sup>249</sup> Provedba AIFMD-a znatno je promijenila fondovsku industriju u UK-u, jer je zbog obveza preuzetih iz AIFMD-a postala i transparentnija prema regulatoru, ali i prema ostalim dionicima. Usprkos njezinoj primjeni, UK je i nadalje ostala jedna od europskih najatraktivnijih destinacija za AIF-ove. Godišnji izvještaj britanskog Venture Capital Association - BVCA Report on Investment Activity iz 2017. godine navodi, da je 79 fondova prikupilo ukupno 33 milijardi funti, od kojih je za buyout ulaganja<sup>250</sup> prikupljeno 31 milijarda funti. Mirovinski fondovi najveći su institucionalni ulagatelji s udjelom od 42 %, privatni ulagatelji od 7 % te PE fondovi od 11 %.<sup>251</sup> Za VC ulaganja prikupljeno je 770 milijuna funti, od čega su privatni ulagatelji sudjelovali s ukupno 34 %. U Godišnjem izvješću UK Venture Capital Association iz 2020. - BVCA Report on Investment Activity 2020,<sup>252</sup> navodi se da je 116 fondova ukupno prikupilo 44 milijarde funti, od kojih je za buyout investicije prikupljeno 35 milijardi funti (mirovinski fondovi su najveći institucionalni ulagatelji s udjelom od 40 %). Za VC ulaganja prikupljeno je dvije milijarde funti (od čega su fondovi prikupili kao najveći ulagatelji 20 %, zatim privatni ulagatelji s udjelom od 15 % te mirovinski fondovi od 12%).<sup>253</sup> Fondovska industrija i dalje raste i razvija se, ali može se uočiti da se mijenja i struktura ulagatelja, pa tako institucionalni ulagatelji više ulažu u VC fondove.

### 2.2.2.3. Francuska

---

<sup>249</sup> Do koje su mjere upravitelji slobodni u donošenja odluka može biti jedan od elemenata koji utječe na odluku ulagatelja o izboru ustroja pravnog oblika fonda. Vidi više: Siena, John R., Eckner, David, The AIFMD Transposition in the United Kingdom, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 34., str. 791-817.

<sup>250</sup> *Buyout* investicija označava stjecanje većinskog dijela ili svih udjela/dionica portfeljnog društva od fonda (najčešće kombinacijom stjecanja vlasničkih instrumenata *equity* i *debt*).

<sup>251</sup> Podatci preuzeti iz: BVCA Report on Investment Activity 2017, str. 4., dostupno na: <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/Documents/Research/Industry%20Activity/BVCA-RIA-2017.pdf?ver=2018-07-05-190000-180&timestamp=1530813602675> (29.11.2021.).

<sup>252</sup> Podatci preuzeti iz BVCA Report on Investment Activity 2020, str. 4., dostupno na: <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/Documents/Research/Industry%20Activity/BVCA-RIA-2020.pdf> (29.11.2021.).

<sup>253</sup> Podatci preuzeti iz BVCA Report on Investment Activity 2020, dostupno na: <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/Documents/Research/Industry%20Activity/BVCA-RIA-2020.pdf> (29.11.2021.).

Prije uvođenja AIFMD-a u Francuskoj fondovi su bili regulirani zakonom Code monétaire et financier,<sup>254</sup> koji je regulirao kolektivna ulaganja te je razlikovao fondove koji su UCITS i druge fondove koji nisu UCITS fondovi, a pod koju su kategoriju spadali i AIF-ovi (OPCVM – organisme de placement collectif en valeurs mobilières).<sup>255</sup> Najčešći oblik fondova bili su PE, pa je tako na 31. prosinca 2012. godine bilo 868 registriranih PE-a pri regulatoru pod nazivom Autorité des marchés financiers (AMF)<sup>256</sup> te se više od 80 % ulaganja odnosilo na male i srednje poduzetnike koji zapošljavaju manje od 250 osoba i ostvaruju manje od 50 milijuna EUR-a prihoda.<sup>257</sup>

Nakon uvođenja AIFMD-a u Francuskoj,<sup>258</sup> izmijenjen je Code monétaire et financier,<sup>259</sup> kojim su fondovi regulirani na drukčiji način, pa sada postoje: UCITS fondovi – OPCVM – an organismes de placement collectif en valeurs mobilières, zatim AIF-ovi u skladu s AIFMD-om te ostali oblici kolektivnih ulaganja. AIF-ovi su zatim podijeljeni na sljedeće kategorije: AIF-ovi koji se nude svim ulagateljima:<sup>260</sup> oni moraju biti licencirani, njihovi se udjeli moraju nuditi javnom ponudom te su podložni strožim propisima. Između ostalih u njih spadaju i PE-i za ulaganje u nekretnine, OPCI – organismes de placement collectif immobilier.<sup>261</sup> UZ njih postoje i AIF-ovi koji su namijenjeni profesionalnim ulagateljima – OPCVM déclarés réservés à certains investisseurs.<sup>262</sup> Potonji, kao iznimka od općeg pravila, ne moraju imati odobrenje prije početka rada, već su samo dužni obavijestiti regulatora u slučaju važnih promjena u strukturi fonda,<sup>263</sup> uobičajeno nastaju na ugovornoj osnovi te se nude isključivo privatnom ponudom.<sup>264</sup> Sljedeća su vrsta fondovi zaposlenika koji su namijenjeni zaposleničkoj štednji,<sup>265</sup> FCPE - fonds communs de placement d'entreprise, no oni isto mogu biti korišteni za kolektivna

---

<sup>254</sup> French Code monétaire et financier, Journal Officiel N 2008-776 od 5.8.2008. godine (u daljnjem tekstu: FCMC).

<sup>255</sup> Čl. 214-2 FCMC-a.

<sup>256</sup> Podatak preuzet iz: Clerc, Christophe, The AIFMD s Transposition in France, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 36., str. 841.

<sup>257</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 51., str. 51.

<sup>258</sup> AIFMD je uvedena kroz Ordonnance NO. 2013-676, SL 27.7.2013.

<sup>259</sup> French Code monétaire et financier (u daljnjem tekstu: FCMC), Ordonnance n°2013-79 od 25.1. 2013. godine

<sup>260</sup> Čl. L.214-24-24. FCMC-a.

<sup>261</sup> Clerc, Christophe, The AIFMD s Transposition in France, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 36., str. 839.

<sup>262</sup> Čl. L. 214.-163. FCMC-a.

<sup>263</sup> Clerc, Christophe, Deege, Jacques, France, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 14., pogl. 35., str. 723-735., str. 724.; Couret, Alain, France, u: Wymeersch, E. (ed.), op. cit., bilj. br. 89., str. 111- 152.

<sup>264</sup> Članak L. 214-27. FCMC-a.

<sup>265</sup> Članak L. 214-163. FCMC-a.



ulaganja<sup>266</sup> te ostali fondovi - sekuritizacijska tijela FCT soci t s de titrisation.<sup>267</sup> Postoje i AIF-ovi specijalizirani za određene vrste ulagatelja, tj. fondovi rezervirani za najviše do 20 ulagatelja, među kojima se razlikuju oni koji moraju ishoditi odobrenje od onih koji nemaju tu obvezu, već se osnivaju notifikacijom nadzornom tijelu (OPCVN contractuels).<sup>268</sup> To su rizični fondovi namijenjeni kvalificiranim ulagateljima. Oni slobodno formiraju politike upravljanja fondovima, no njihova je najveća specifičnost, da su to zatvoreni fondovi, te mogu ugovarati neotkupivost udjela u roku koji može biti duži od 10 godina.

UAIF su bili regulirani u Francuskoj i prije uvođenja AIFMD-a, morali su imati odobrenje za rad, biti usklađeni s organizacijskim zahtjevima. Stoga u tom smislu transponiranje AIFMD-a u francusko zakonodavstvo nije znatno utjecalo na organizaciju i funkcioniranje AIF-ova u Francuskoj.<sup>269</sup> Godine 2013. fondovi rizičnoga kapitala u Francuskoj uložili su 6,5 milijardi EUR-a u 1560 neuvrštenih društava, 2015. godine 10,7 milijardi u 1645 neuvrštena društva, a do kraja 2016. godine fondovi rizičnog kapitala uložili su 12,4 milijardi u 1900 neuvrštenih društava.<sup>270</sup> Iz iznesenih podataka vidljivo je da su oni rastući čimbenik financiranja francuskoga gospodarstva. Tomu u prilog govori i podatak da vrijednost neto imovine AIF-ova prema podacima za 2020. godinu čini 48 % BDP-a.<sup>271</sup>

#### 2.2.2.4. Republika Slovenija

U Republici Sloveniji regulacija na području fondova započinje 1994. godine sa Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU)<sup>272</sup> koji je razlikovao dvije vrste fondova koji su mogli prikupljati sredstva isključivo javnom ponudom. Izmijenjenim ZISDU-om iz 2011. godine (u daljnjem tekstu: ZISDU-1)<sup>273</sup> javno prikupljanje sredstava još je

---

<sup>266</sup> Clerc, Christophe, Deege, Jacques, France, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 14., pogl. 35., str. 723-735., str. 729.

<sup>267</sup>  l. L. 214.-267. FCMC-a.

<sup>268</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 51., str. 49-53., Clerc, Christophe, Deege Jacques, France, op. cit., str. 724., Couret, Alain, France, u: Wymeersch Eddy (ur.), op. cit., bilj. br. 89., op. cit., str. 111- 152.

<sup>269</sup> Clerc, Christophe, Deege, Jacques, France, op. cit., str. 730.

<sup>270</sup> KPMG Final Report, op. cit.

<sup>271</sup> Podatak preuzet iz Konačnog prijedloga Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima Vlade RH od 9. rujna 2021., str. 42, dostupno na: [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-09-09/165502/PZE\\_152.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-09-09/165502/PZE_152.pdf) (17.11.2021.).

<sup>272</sup> Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Uradni list RS, št. 6/94., 25/97., 32/97., 20/98., 26/99., 56/99, 110/02 (u daljnjem tekstu: ZISDU).

<sup>273</sup> Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Uradni list RS, št. 110/02., 32/04., 77/11. (u daljnjem tekstu: ZISDU -1).

konstitutivni element investicijskoga društva. No, ZISDU iz 2015. godine (ZISDU-2)<sup>274</sup> rezultat je prijenosa AIFMD-a u nacionalno zakonodavstvo 2013. godine koji je u skladu s AIFMD-om podijelio fondove na UCITS i neUCITS (alternativni skladi investicijska društva).<sup>275</sup>

No, tijekom 2015. godine opet se promijenilo zakonodavstvo u Republici Sloveniji u području investicijskih fondova. Usvojena su dva nova zakona Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-3)<sup>276</sup> te Zakon o upravljačih alternativnih investicijskih skladov (ZUAIS),<sup>277</sup> kojima je regulirano do tada neregulirano područje AIF-ova za profesionalne ulagatelje. ZUAIS je u članku 6. definirao AIF kao svaki investicijski fond koji nije UCITS. Zakonodavac je AIF-ove koji se nude javnom ponudom (alternativni javni investicijski skladi - AJIS) regulirao kroz ZISDU-3,<sup>278</sup> dok je AIF-ove koji se nude privatnom ponudom (alternativni zasebni investicijski skladi s statusom specialnega investicijskega sklada - SIS) regulirao odredbama ZUAIS-a. Ove se dvije vrste AIF-ova razlikuju osim u ograničenju kruga ulagatelja i u zahtjevima koje moraju ispuniti upravitelji pojedinih investicijskih fondova. Regulator, odnosno Agencija za trg vrednostnih papirjev,<sup>279</sup> koja vodi registar AIS-ova svojom je Odlukom<sup>280</sup> propisala vrste investicijskih društava. Svaki AIF mora imati upravitelja, s tim da ZUAIS razlikuje tri vrste upravitelja:<sup>281</sup> upravitelje AIS s dozvolom Agencije, tzv. licencirani upravitelji, upravitelji SIS-a, nad kojima Agencija provodi nadzor te registrirani upravitelji AIS-a nad kojima Agencija ne provodi nadzor.<sup>282</sup> Nužno je napomenuti da u Republici Sloveniji djeluju i tzv. društva tveganega kapitala (društva rizičnog kapitala), nad kojima nadzor provodi Ministarstvo za gospodarski razvoj in tehnologije Republike Slovenije. Oni su uređeni posebnim Zakonom o družbama tveganega kapitala,<sup>283</sup> a stupanjem na snagu

---

<sup>274</sup> Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Uradni list RS, št. 77/11., 10/12., 31/15. (u daljnjem tekstu: ZISD -2).

<sup>275</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 51., str. 44-46.

<sup>276</sup> Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Uradni list RS, št. 31/15., 81/15., 77/16. i 77/18. (u daljnjem tekstu: ZISDU-3).

<sup>277</sup> Zakon o upravljačih alternativnih investicijskih skladov, Uradni list RS, št. 32/15., 77/18., 161/21. i 101/22. (u daljnjem tekstu: ZUAIS).

<sup>278</sup> Članak 6. ZISDU-3.

<sup>279</sup> Agencija za trg vrednosnih papirjev (ATVP).

<sup>280</sup> Sklep o ključnih elementih investicijskih skladov, Uradni list RS, št. 100/15.

<sup>281</sup> Članak 38. stavak 1. ZUAIS-a.

<sup>282</sup> Sklep o pravilih poslovanja upravljačca specialnega investicijskega sklada, Uradni list RS, št. 11/16.

<sup>283</sup> Zakon o družbama tveganega kapitala, Uradni list RS, št. 92/07 i 57/09. U skladu s člankom 4. Zakona – *rizični kapital – sl. tvegani kapital*, predstavlja vlasnička ulaganja u društva čijim se vrijednosnim papirima ne trguje i kojima se ne trguje na organiziranom tržištu i čiji se vrijednosni papiri ulažu po načelu aktivnog upravljanja

ZUAIS-a, ta su društva potpala pod pravni okvir AIF-ova te moraju imati upravitelja.<sup>284</sup> No, s obzirom na to da ZUAIS definira samo upravitelje AIF-a, ali ne i oblike AIF-a,<sup>285</sup> usvojen je novi Zakon o oblikah alternativnih investicijskih skladov (u daljnjem tekstu: ZOAIS)<sup>286</sup> koji definira tri ustrojbeni oblika AIF-a: alternativni zajednički fond, koji je oblikovan kao zasebna imovina, komanditno društvo i investicijsko društvo s trajnim kapitalom,<sup>287</sup> čime je zaokružen regulatorni okvir o AIF-ovima.

Prema podacima Agencije za trg vrednostnih papirjev (u daljnjem tekstu: ATVP), regulatornog tijela u Republici Sloveniji, krajem 2018. godine<sup>288</sup> u registru upravitelja koji vodi AVTP bilo je upisano 15 upravitelja AIS-a (alternativnih investicijskih sklada). Tako je 14 upravitelja AIS-a upravljalo s 3 AIS-a koji su imali priznati status SIS-a (specialnog investicijskog sklada) i 24 AIS-a bez statusa. Jedan je upravitelj AIS-a bio upisan s dozvolom AVTP-a za obavljanje usluge upravljanja AIS-a. Svi spomenuti fondovi namijenjeni su samo profesionalnim ulagateljima. Vrijednost imovine kojom su upravljali upravitelji fondova sa sjedištem u Republici Sloveniji koncem 2018. godine iznosila je 130 milijuna EUR-a, a što iznosilo 109,7 % porasta u odnosu na kraj 2017. godine, dok je krajem 2018 godine bilo notificirano 72 AIS-a iz drugih država članica. No, krajem 2022. godine, na temelju Izvješća ATVP-a za 2022. godinu<sup>289</sup> u registar ATVP-a upisana su 42 AIS-a, od čega ih je pet odobrila Agencija. Svi tada registrirani fondovi bili su predviđeni za profesionalne ulagatelje. Upravitelji AIS-a sa sjedištem u Republici Sloveniji krajem 2022. godine upravljali su imovinom od 555 milijuna EUR-a, a što je iznosilo 48,2 % porasta u odnosu na kraj 2021. godine. Imovina kojom upravljaju uspostavljeni alternativni fondovi je u porastu te je evidentno da je fondovska industrija u Republici Sloveniji u visokom zamahu.

---

u obliku povećanja temeljnog kapitala društva ili osnivanja trg. društva. Rizični kapital nije ulaganje čija je svrha sanacija poduzeća.

<sup>284</sup> Prevodnik, Tina, Damjanovič, Premuž, Alternativni investicijski skladi in njihovi upravljavci; Bančni vestnik. Revija za denarništvo in bančništvo, vol. 65, br. 6(2016), str. 9-13, dostupno na: <https://www.zbs-giz.si/bancni-vestnik/e-arhiv/2016-7/Alternativni-investicijski-skladi-in-njihovi-upravljavci-2016-7> (14.6.2019.).

<sup>285</sup> Po uzoru na Luksemburg i u cilju višega stupnja pravne sigurnosti, vidi više u prijedlogu zakona, dostupno na: <https://e-uprava.gov.si/drzava-in-druzba/e-demokracija/predlogi-predpisov/predlog-predpisa.html?id=12357> (25.11.2023.).

<sup>286</sup> Zakon o oblikah alternativnih investicijskih skladov (u daljnjem tekstu: ZOAIS), Uradni list RS, št. 101/22.

<sup>287</sup> Članak 5. stavak 1. ZOAIS-a.

<sup>288</sup> Podatci preuzeti iz Poročila o stanju i razmerah na trgu finansijskih instrumentov v letu 2018, ATVP, str. 38., dostupno na:

<http://www.a-tvp.si/podatkovno-ogledalo/porocila-o-stanju-na-trgu-financnih-instrumentov> (7.6.2019.).

<sup>289</sup> Podatci preuzeti iz Poročila o stanju in razmerah na trgu finansijskih instrumentov v letu 2022, ATVP, str. 38., dostupno na: [https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Letna%20poro%C4%8Dila%20in%20poro%C4%8Dila%20o%20stanju/Porocilio\\_o\\_stanju\\_na\\_trgu\\_FI2022.pdf](https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Letna%20poro%C4%8Dila%20in%20poro%C4%8Dila%20o%20stanju/Porocilio_o_stanju_na_trgu_FI2022.pdf) (30.7.2023.).

### 2.2.2.5. Republika Hrvatska

Prvi Zakon o investicijskim fondovima (u daljnjem tekstu: ZIF) donesen je 1995. godine<sup>290</sup> te se može reći da tada započinje razvoj investicijskih fondova u RH.<sup>291</sup> Krajem 2005. godine donesen je novi ZIF<sup>292</sup> te su sve do 2013. godine tim zakonom koji je bio neznatno mijenjan<sup>293</sup> bili uređeni svi investicijski fondovi u RH. ZIF je razlikovao fondove javnom ponudom i to: 1. otvorene investicijske fondove javnom ponudom, 2. zatvorene investicijski fondovi javnom ponudom (koji su se opet dijelili na zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u neuvrštene vrijednosne papire i zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine)<sup>294</sup> te 3. fondove s privatnom ponudom. Fondovi s privatnom ponudom mogli su biti samo otvoreni i to investicijski fond s privatnom ponudom i otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom rizičnog kapitala, a u koje su mogli ulagati samo kvalificirani ulagatelji.<sup>295</sup> HANFA, kao nadzorno tijelo vodila je registar fondova u koji su se morali upisati svi fondovi po prethodno dobivenom odobrenju za rad.<sup>296</sup>

Kako je zakonodavstvo EU-a u međuvremenu evoluiralo, hrvatsko zakonodavstvo slijedilo je trendove europskog uređenja. Tako su danom pristupanja RH EU-u, 1. srpnja 2013. godine, stupila na snagu dva zakona kojima se potpuno izmijenio postojeći zakonodavni okvir područja investicijskih fondova i to donošenjem: Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom<sup>297</sup> i Zakona o alternativnim investicijskim fondovima.<sup>298</sup> Povod usvajanju novoga zakonodavnog okvira bio je usklađivanje zakonodavstva RH s AIFMD-om, pritom poštujući načela poduzetničke i tržišne slobode zajamčene Ustavom RH<sup>299</sup> kao temelja gospodarskog ustroja RH.

---

<sup>290</sup> Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 107/95.

<sup>291</sup> „Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima u RH dobilo je odobrenja 1977. godine a dvije godine poslije počine stvarni razvoj fondova osnivanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova.“ Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 53-68.

<sup>292</sup> Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 150/05.

<sup>293</sup> Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 150/05. i 16/13. (u daljnjem tekstu: ZIF).

<sup>294</sup> Članak 12. ZIF-a.

<sup>295</sup> Članak 13. ZIF-a.

<sup>296</sup> Članak 6. ZIF-a.

<sup>297</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom, Narodne novine, br. 16/13. (u daljnjem tekstu: ZOIFJP).

<sup>298</sup> Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 16/13.

<sup>299</sup> Čl. 49. Ustava Republike Hrvatske.

Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima propisani su uvjeti za osnivanje, rad i prestanak AIF-a, kao i UAIF-a, nadzor nad njihovim poslovanjem te uvjeti pod kojima društva za upravljanje AIF-ovima iz drugih država članica mogu obavljati djelatnost. Novim ZAIF-om iz 2018. godine,<sup>300</sup> hrvatsko se zakonodavstvo dodatno uskladilo s europskim u odnosu na upravljanje rizicima, a čime je zajamčena i veća zaštita ulagatelja. Tim je zakonodavnim okvirom omogućen razvoj fondovske industrije u RH, koja je još uvijek, prema mišljenju autorice u začetku. Naime, u RH na kraju 2016. godine kod HANFA-e je bilo registrirano 30 AIF-ova, tj. za dva više u odnosu na prijašnju godinu, dok je u prosincu 2016. godine bilo registrirano 21 društvo za upravljanje investicijskim fondovima. Od toga je poslove upravljanja UCITS fondovima i AIF-ovima obavljalo osam društava, od kojih je sedam upravljalo samo UCITS fondovima, dok je šest društava upravljalo samo AIF-ovima. S obzirom na mogućnost prekograničnoga trgovanja udjelima investicijskih fondova do kraja 2016. godine HANFA je zaprimila ukupno 94 notifikacije o namjeri prekograničnoga trgovanja udjelima u fondovima od čega se 90 odnosilo na AIF.<sup>301</sup>

Godine 2020. postojalo je ukupno 38 alternativnih investicijskih fondova, to pet s javnom i 33 s privatnom ponudom. U odnosu na prethodnu godinu neto imovina AIF-ova s javnom ponudom porasla je za 3,9 %, dok je imovina AIF-ova s privatnom ponudom porasla za 5,3 %. Na kraju 2023. godine bio je aktivan 41 alternativni investicijski fond, od čega 37 s privatnom ponudom i četiri s javnom ponudom.<sup>302</sup> Neto imovina AIF-ova s privatnom ponudom porasla je 2023. godine za 58 % u odnosu na 2022. godinu te je njihov udio u ukupnoj imovini AIF-ova na kraju 2023. godine iznosio 97,8 %. Preostalih 2,2 % neto imovine odnosilo se na AIF-ove s javnom ponudom,<sup>303</sup> a što sve upućuje na pojačanu aktivnost ove za nas još mlade fondovske industrije.

---

<sup>300</sup> Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 21/18., 126/19., 11/21., 83/23.

<sup>301</sup> Podatak preuzet iz Končanog prijedloga ZAIF-a, Zagreb, veljača 2018., str. 178., dostupno na: <http://www.sabor.hr/konacni-prijedlog-zakona-o-alternativnim-investici> (20.3.2018.).

<sup>302</sup> Podatak preuzet iz Godišnjeg izvješća HANFA-e 2020., str. 23-24., dostupno na: <https://hanfa.hr/media/6178/godisnje-izvjesce-2020.pdf> (21.11.2021.).

<sup>303</sup> Podatak preuzet iz Godišnjeg izvješća HANFA-e 2023, str. 21-22., dostupno na: [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2024-07-11/112201/GOD\\_IZVJ\\_HANFA\\_2023.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2024-07-11/112201/GOD_IZVJ_HANFA_2023.pdf) (26.7.2024.).

Na temelju podzakonskih pravnih akata koje je donijelo nadzorno tijelo HANFA, pravilnika<sup>304</sup> i mišljenja<sup>305</sup> uređeno je ustrojstvo i djelovanje AIF-ova. Izmjenama ZAIF-a iz studenog 2019. godine određeno je da su i smjernice koje europska nadzorna tijela donose u skladu sa svojim ovlastima obvezujuće i za HANFU i za osobe čije su obveze definirane ZAIF-om, i to na način i u opsegu koji svojim očitovanjem odredi HANFA.<sup>306</sup> No, uz ovaj osnovni zakonodavni okvir, među najvažnijim pravnim izvorima koji se u RH primjenjuju supsidijarno na AIF-ove su i Zakon o tržištu kapitala (u daljnjem tekstu: ZTK),<sup>307</sup> Zakon o zaštiti tržišnog natjecanja,<sup>308</sup> Zakon o trgovačkim društvima (u daljnjem tekstu: ZTK),<sup>309</sup> Zakon o preuzimanju dioničkih

---

<sup>304</sup> Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova, Narodne novine, br. 28/19., 15/20., 155/22., Pravilnik o izdavanju odobrenja za rad, Narodne novine, br. 136/20., Pravilnik o troškovima i naknadama koje se mogu plaćati iz imovine AIF, Narodne novine, br. 26/19., 82/19., Pravilnik o sadržaju zahtjeva za izdavanje odobrenja za statusne promjene UAIF-a i sadržaju dokumentacije koji se prilaže zahtjevu, Narodne novine, br. 25/19., Pravilnik o izdavanju odobrenja za osnivanje i upravljanje AIF-om, Narodne novine, br. 20/19., Pravilnik o sadržaju i načinu vođenja registra UAIF-ova i AIF-ova, Narodne novine, br. 20/19., Pravilnik o statusnim promjenama AIF-ova bez pravne osobnosti te uvjetima za promjenu razlikovnosti i oblika AIF-a, Narodne novine, br. 20/19., Pravilnik o kriterijima za procjenu uvjeta za članstvo u upravi i nadzornom odboru UAIF-a te u nadzornom odboru zatvorenog AIF-a s vanjskim upraviteljem, Narodne novine, br. 136/20., Pravilnik o dodatnim organizacijskim zahtjevima društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 25/19., Pravilnik o prijenosu upravljanja AIF-om, Narodne novine, br. 26/19., Pravilnik o obavljanju poslova depozitara AIF, Narodne novine, br. 25/19., Pravilnik o udjelima AIF-a, Narodne novine, br. 26/19., 132/20., Pravilnik o glavnim i napajajućim AIF-ovima, Narodne novine, br. 25/19., 15/20., Pravilnik o likvidaciji i produljenju trajanja AIF-a, Narodne novine, br. 26/19., 137/21., Pravilnik o izdavanju odobrenja za rad UAIF, Narodne novine, br. 136/20., Pravilnik o obliku i iznosu regulatornog kapitala društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 13/19., Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih financijskih izvještaja i drugih izvještaja društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 16/19., 82/19., 31/20., 98/20., Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih financijskih izvještaja i drugih izvještaja alternativnih investicijskih fondova, Narodne novine, br. 13/19., Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine AIF-a i cijene udjela AIF-a, Narodne novine, br. 114/18., 124/19., 2/20., Pravilnik o naknadi štete ulagateljima i/ili AIF-u, Narodne novine, br. 16/19., Pravilnik o troškovima i naknadama koji se mogu plaćati iz imovine AIF-a, Narodne novine, br. 26/19., 82/19., Pravilnik o prijenosu upravljanja AIF-om, Narodne novine, br. 26/19., Pravilnik o statusnim promjenama AIF-ova bez pravne osobnosti te uvjetima za promjenu razlikovnosti i oblika AIF-a, Narodne novine, br. 20/19., Pravilnik o sadržaju zahtjeva za izdavanje odobrenja za statusne promjene UAIF-a, potrebnoj dokumentaciji i sadržaju dokumentacije koja se prilaže zahtjevu, Narodne novine, br. 25/19.

<sup>305</sup> Mišljenje o primjeni odredbe članka 64. stavka 3. i članka 216. stavka 4. ZAIF-a, dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/162/investicijski-fondovi-aif---zakoni-misljenja-i-pra.html> (10.4.2016.), Mišljenje u vezi s ulaganjem imovine obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova u udjele /dionice alternativnih investicijskih fondova izvan Republike Hrvatske, dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/2135/misljenje-o-ulaganju-omf-u-aif-light-rezim-u-dc-s-velikum-uaif-om-1.docx> (2.11.2019.).

<sup>306</sup> Smjernice europskih nadzornih tijela obvezujuće su ako se HANFA očitovala da se obvezuje u cijelosti ili djelomično pridržavati se odredbi pojedinih smjernica ili da se do određenog roka namjerava uskladiti s pojedinim smjernicama te ako je HANFA na svojoj mrežnoj stranici objavila obavijest o očitovanju i o početku primjene istih, članak 3. stavak 2. ZAIF-a, Narodne novine, br. 21/18. i 126/19.

<sup>307</sup> Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/18., 17/20., 83/21., 151/22. (u daljnjem tekstu: ZTK).

<sup>308</sup> Zakon o zaštiti tržišnog natjecanja, Narodne novine, br. 79/09., 80/13.

<sup>309</sup> Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93., 34/99., 121/99., 52/00., 118/03., 107/07., 146/08., 137/09., 111/12., 125/11., 68/13., 110/15., 40/19., 34/22., 114/22., 18/23. i 130/23. (u daljnjem tekstu: ZTD).

društava<sup>310</sup> te Zakon o sprečavanju pranja novca i financiranju terorizma (u daljnjem tekstu: ZSPNFT).<sup>311</sup>

Od inicijativa koje su usmjerene na razvoj ovoga tržišnog segmenta nužno je izdvojiti projekt Progress<sup>312</sup> Zagrebačke burze d.d. 2019. godine, kojim je napravljen veliki iskorak na tržištu kapitala. Progress tržište je alternativno tržište, multilateralna trgovinska platforma za realizaciju investicijskih planova srednjega i malog poduzetništva prikupljanjem novoga kapitala ili tehničkog primanja u trgovinu kako bi se omogućilo jednostavnije stjecanje vlasničkih instrumenata. Naime u RH je 2019. godine registrirano 13.440 društava SME-a s kapitalom od 2 do 20 milijuna EUR-a (njih 1332). Njih 70 % osigurava financiranje preko banaka, što može biti dugotrajno, ali i manje dostupno i uglavnom namijenjeno obrtnom kapitalu, ali i skupo.<sup>313</sup>

S obzirom na to da je kapitaliziranost tih poduzetnika slaba, ideja procesa bila je omogućiti im povećanje temeljnog kapitala, putem dužničkih instrumenata – izdavanja obveznica ili putem vlasničkih instrumenata – dionica. Kako je financijska pismenost poduzetnika, ne samo pojedinaca, već i društava SME-a ponajprije, vrlo niska te tim društvima nisu dostupni klasični oblici financiranja, a zapravo su ona najveći generatori rasta u Hrvatskoj, te ako im se ne pomogne, hrvatsko gospodarstvo će ostati globalno nekonkurentno, neučinkovito, i u konačnici neprosperitetno. Stoga je Zagrebačka burza putem novoga projekta omogućila SME (start up-ovima, kao i društvima u postupku prikupljanja osnivačkog kapitala - seed money) koji nisu uvršteni na burzu, jednostavniji proces prijenosa vlasničkih instrumenata te izdavanje dionice od najviše pet milijuna EUR-a bez obveze izdavanja prospekta (kao jednog od načina da SME tako motivira i nagradi svoje radnike), te im je omogućila da prikupljanjem kapitala osiguraju financiranje, pa i izdavanjem dužničkih vrijednosnih papira izdavatelja.<sup>314</sup> Zagrebačka burza je Pravilima Progress tržišta<sup>315</sup> uredila pristup Progress tržištu. Definirala je financijske

---

<sup>310</sup> Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/07., 36/09., 108/12., 90/2013, 99/13., 148/13.

<sup>311</sup> Zakon o sprečavanju pranja novca i financiranju terorizma, Narodne novine, br. 108/17., 39/19., 151/22. (u daljnjem tekstu: ZSPNFT).

<sup>312</sup> Vidi mrežne stranice Progress.market-a: dostupno na: <https://progress.market/index.php?id=11&L=1> (19.11.2019.).

<sup>313</sup> Podatci preuzeti s mrežne stranice Zagrebačke burze: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=89529> (9.6.2019.).

<sup>314</sup> Izdavatelj je pravni subjekt koji izdaje ili namjerava izdati financijske instrumente u skladu s člankom 2. stavak 1. točka 8. Pravila „Progress tržišta“ od 13. travnja 2021. godine, dostupno na: [https://progress.market/fileadmin/documents/hr/legal/Pravila\\_Progress\\_trzista.pdf](https://progress.market/fileadmin/documents/hr/legal/Pravila_Progress_trzista.pdf) (5.12.2021.).

<sup>315</sup> Prva Pravila „progress tržišta“ donesena su 24. listopada 2017. godine, dostupno na: [https://progress.market/fileadmin/documents/hr/Pravila\\_Progress\\_trzista.pdf](https://progress.market/fileadmin/documents/hr/Pravila_Progress_trzista.pdf) (05.12.2021.).

instrumente kojima se može trgovati na njemu, upozorivši sudionike da je to alternativno tržište kojim upravlja Zagrebačka burza, te na kojem vrijede niži zahtjevi povezani s transparentnosti koji se postavljaju pred izdavatelja.<sup>316</sup> To predstavlja i veći rizik za ulagatelje, ali im i jamči dostatnu razinu transparentnosti, kao i razinu javno dostupnih podataka - regulatornih informacija<sup>317</sup> u odnosu na izdavatelje, uključujući financijske izvještaje izdavatelja i informacije o instrumentima kojima se trguje i njihovu cijenu.<sup>318</sup> Time je Zagrebačka burza otvorila put alternativnim ulagateljima da lakše dođu u vezu s portfeljnim društvima u koja su zainteresirani uložiti, da brže i lakše uspostave kontakt, da pronađu početnu analitiku na jednom mjestu, a portfeljnim društvima da lakše uđu u tržišnu utakmicu sa što manje troškova. Na kraju 2019. godine na Progress tržištu bilo je uvršteno pet izdavatelja uz ostvareni promet od 1,3 mil. kuna,<sup>319</sup> dok je u srpnju 2022. godine uvršteno šest izdavatelja,<sup>320</sup> što je dokaz da se tržište polako razvija.

Istodobno Hrvatska banka za obnovu i razvoj<sup>321</sup> (u daljnjem tekstu: HBOR) i Hrvatska agencija za malo gospodarstvo i poduzetnike<sup>322</sup> (u daljnjem tekstu: HAMAG-BICRO) pokreću inicijative gdje uključuju alternativne izvore financiranja. HBOR je jedan od ulagatelja u fond rizičnog kapitala FRC2 Croatia Partners koji je pokrenut dijelom iz sredstava ESIF Financijskih instrumenata<sup>323</sup> kroz suradnju s Europskim investicijskim fondom. Fondom upravlja društvo za upravljanje FRC2 GP S.a.r.l., a fond ulaže u društva u RH u najranijim etapama razvoja koja

---

<sup>316</sup> Članak 2. stavak 1. točka 8. Pravila Progress tržišta.

<sup>317</sup> Regulatorne informacije čine u skladu s Pravilima Progress tržišta, članak 2. stavak 1. točka 21.: (i) pristupni dokument, ili skraćeni pristupni dokument i informacijski dokument na koji skraćeni pristupni dokument upućuje, ili prospekt koji se odnosi na vrijednosne papire primljene u trgovinu na Progress tržištu, (ii) godišnji i polugodišnji financijski izvještaji izdavatelja i (iii) povlaštene informacije kako su definirane Uredbom o zlouporabi tržišta.

<sup>318</sup> Članak 4. Pravila Progress tržišta.

<sup>319</sup> Podatci preuzeti iz: Godišnjeg izvješća HANFA-e 2019., str. 16-17., dostupno na: <https://hanfa.hr/media/4849/godisnje-izvjesce-2019.pdf> (14.8.2020.).

<sup>320</sup> Podatci preuzeti sa mrežne stranice Progress.market-a: <https://progress.market/hr/izdavatelji/popis-izdavatelja> (22.7.2022.).

<sup>321</sup> Hrvatska banka za obnovu i razvoj (u daljnjem tekstu: HBOR). Vidi više: [https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2017/10/ESIF-Krediti-za-rast-i-razvoj\\_-Program-kreditiranja.pdf](https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2017/10/ESIF-Krediti-za-rast-i-razvoj_-Program-kreditiranja.pdf) (20.11.2019.).

<sup>322</sup> Hrvatska agencija za malo gospodarstvo i poduzetnike (u daljnjem tekstu: HAMAG-BICRO), dostupno na: <https://hamagbicro.hr/bespovratne-potpore/esi-fondovi-2014-2020/> (23.11.2019.).

<sup>323</sup> ESIF – financijski instrumenti predstavljaju način korištenja sredstava EU-a, a dolaze u obliku kreditnih linija, garancijskih shema i fondova rizičnoga kapitala. Putem njih primatelji mogu dobiti kredite po povoljnijim kamatama od tržišnih, povoljnije garancije, a mlada i inovativna poduzeća mogu dobiti prijeko potrebno ulaganje u vlasnički kapital. ESIF fond rizičnog kapitala je financijski instrument koji je usmjeren na ranije faze ulaganja za inovativne poduzetnike u tehnološkim sektorima s visokim potencijalom rasta. Za upravitelja je odabran FIL Rouge Capital koji će uložiti 42 milijuna EUR-a u poduzetnike početnike. Vidi više na: <https://strukturnifondovi.hr/financijski-instrumenti/> (23.11.2019.).



pokazuju inovativnost i želju za uspjehom. Putem Fondova za gospodarsku suradnju,<sup>324</sup> otvorenih investicijskih fondova rizičnog kapitala s privatnom ponudom, HBOR, s druge strane, kao kvalificirani ulagatelj kojeg je imenovala Vlada RH (u fondove Inspirio FGS, Prosperus FGS, Honestas FGSS, Posperus FGS II, Questus Private Equity Kapital II) sudjeluje u provedbi aktivnosti u cilju poticanja razvoja gospodarstva, očuvanja sadašnjih i stvaranje novih radnih mjesta te jačanja gospodarskih subjekta putem, tzv. vlasničkog restrukturiranja kroz ulaganje dodatnog kapitala.<sup>325</sup>

Time i HBOR i HAMAG-BICRO, nastoje malim i srednjim poduzetnicima omogućiti lakše i brže prikupljanje novoga, svježeg kapitala. To sve govori kako su alternativni izvori financiranja, kao i alternativni fondovi rizičnog kapitala preuzeli veliku i važnu ulogu u svakodnevnicima hrvatskoga gospodarstva te je njihova uloga itekako prepoznata.

No niti regulator, HANFA, ne ostaje neaktivna te je osnovala „regulatorni Inovacijski hub“.<sup>326</sup> Riječ je o posebnom, specijaliziranom timu ljudi posvećenom pitanjima financijskih inovacija (FinTech). Budući da se tehnološka rješenja u financijskoj industriji, način prikupljanja kapitala te tržišne inovacije svakodnevno mijenjaju, razvijaju i dopunjuju, regulator mora održati korak s vremenom, zapravo bi trebao biti ispred njega. Stoga je uloga Inovacijskog huba u pružanju potrebne potpore razvoju inovativnim projektima, smanjenju vremena potrebnog da dođu na tržište, smanjenju regulatorne neizvjesnosti, olakšavanju pristupa HANFA-i kroz brži, jednostavniji i individualni pristup projektima koji ispunjavaju uvjete. On bi trebao imati aktivnu ulogu u promicanju interakcije između financijske industrije i inovativnih tehnoloških rješenja, istraživanja, razvoja i ekonomskih potreba društva pužanjem podrške razvoju inovativnih projekata, start-upovima, smanjenju regulatorne neizvjesnosti te omogućavanju bolje komunikaciju između financijske industrije i ekonomskih potreba društva.<sup>327</sup>

Novo poglavlje u razvoju fondova zasigurno će se otvoriti pojavom ulaganja u kripto valute, odnosno pojavom, tzv. decentraliziranog financiranja, koje se zasniva na primjeni tehnologije

---

<sup>324</sup> Fondovi za gospodarsku suradnju (u daljnjem tekstu: FGS) su otvoreni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom koji su osnovani Uredbom Vlade RH i posluju u skladu sa ZAIF-om. Ukupno je osnovano ukupno pet FGS-ova i svi su još uvijek aktivni. Godišnje izvješće HANFA 2019., str. 42., dostupno na: <https://hanfa.hr/media/4849/godisnje-izvjesce-2019.pdf> (14.8.2020.).

<sup>325</sup> Vidi više o HBOR-u, dostupno na: <https://www.hbor.hr/fondovi-za-gospodarsku-suradnju-fgs/> (23.11.2019.).

<sup>326</sup> Vidi više na mrežnim stranicama HANFA-e: <https://hanfa.hr/vijesti/hanfa-osnovala-regulatorni-inovacijski-hub/> (21.4.2020.).

<sup>327</sup> Vidi više na mrežnim stranicama HANFA-e: <https://www.hanfa.hr/fintech/> (27.11.2019.).

distribuiranoga knjiženja distributed ledger technology (u daljnjem tekstu: DLT).<sup>328</sup> Već postoje fondovi registrirani za ulaganja u kriptovalute.<sup>329</sup>

No, važno je istaknuti da na razini EU-a, a niti u RH trgovanje kriptovalutama nije regulirano propisima iz područja financijskih usluga. HANFA je u odnosu na trgovanje kriptovalutama isključivo nadležna u dijelu primjene ZSPNFT-a i to za osobe koje se bave djelatnošću pružanja usluga razmjene virtualnih i financijskih valuta ili pružanja skrbničke usluge novčanika.<sup>330</sup> Zbog toga na svojim mrežnim stranicama u svrhu zaštite ulagatelja svakodobno objavljuje upozorenja ulagateljima.

Za puno razumijevanje tržišta AIF-ova u RH nužno je analizirati zakonodavna rješenja i dopuštenu investicijsku politiku, posebice za PE i VC, što slijedi u nastavku radu.

#### 2.2.2.5.1. Tipologija alternativnih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj

Tipologija AIF-ova ostavljena je nacionalnim zakonodavstvima, te nije ujednačena na razini EU-a, već je njena deskripcija podložna nacionalnim osobitostima konkretnoga pravnog sustava u kojem se razvija i živi. U ovome dijelu rada analizirat će se detaljnije rješenja hrvatskoga zakonodavca, budući da je naglasak rada na utjecaju VC-a i PE-a na hrvatska trgovačka društva. Iako je AIFMD uskladila AIF-ove, nacionalne su osobitosti toliko posebne

---

<sup>328</sup> *Blockchain* (u daljnjem tekstu: BC) tehnologija dio je DLT-a. BC predstavlja bazu podataka koja prati trag transakcije. S obzirom na to da je BC mreža prekogranična po naravi transakcija, osnovni regulatorni izazovi koji se javljaju pri njejoj uporabi su mjerodavno pravo za same transakcije te utvrđivanje identiteta klijenata radi sprječavanja pranja novca i financiranja terorizma. Vrijednosni papir koji funkcionira u kriptografskom okruženju BC-a je, tzv. tokenizirani vrijednosni papir (engl. *security token*), što znači da se on izdaje elektroničkim korištenjem DLT-a. Osnovno pitanje koje se javlja pritom jest mogu li se tokenizirani vrijednosni papiri smatrati prenosivim vrijednosnim papirima (engl. *transferable security*) u smislu MIFID direktive. ESMA smatra da tokeni u kojima su sadržana imovinska prava (npr. pravo na dobit) opravdavaju uključivanje tokena u pojam financijskog instrumenta. Više o obilježjima *blockchain* tehnologije te regulatornim izazovima vidi u: Čulinović-Herc, Edita, Zbović, Antonija, Derenčinović-Ruk, Morana, *Blockchain tehnologija – Prema novom regulatornom okviru za tokenizirane vrijednosne papire*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 42., br. 2(2021), str. 323-342., dostupno na: Hrčak ID: 262836 (12.12.2021.).

<sup>329</sup> *Binance* je jedna od vodećih svjetskih kriptoburzi čiji prosječni dnevni volumen trgovanja prelazi 20 milijardi dolara. Na njoj se nude i složeniji kriptofinancijski proizvodi, poput izvedenica temeljenih na kriptoimovini te tokena čija je vrijednost vezana uz cijenu neke dionice - *stock tokens*. Dostupno na: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr) (13.12.2021.). Vidi i: <https://www.binance.com/en/markets> (13.12.2021.).

<sup>330</sup> Djelatnost pružanja usluga razmjene virtualnih i financijskih valuta, ili pružanja skrbničke usluge novčanika nisu regulirane u EU-u u odnosu na odobrenje za njihov rad, tj. regulatorna tijela nisu dala odobrenja za njihov rad. Za trgovanje kriptovalutama potreban je novčanik (engl. *wallet*), na kojem se pohranjuju kriptovalute, slično bankovnom računu. No, kako to područje nije regulirano, sredstva spremljena na njemu nisu zaštićena nikakvom jamstvenom shemom. Za razliku od trgovanja financijskim instrumentima koje je visokoregulirano i gdje je potreban posrednik za samo trgovanje koji ako utvrdi da određena transakcija nije prikladna za pojednog ulagatelja može i odbiti transakciju, za trgovanje kriptovalutama ne postoji takav sustav zaštite ulagatelja, već transakcije provodi računalni sustav bez posrednika, a to može učiniti i sam korisnik. Vidi više na mrežnim stranicama HANFE, dostupno na: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr) (13.12.2021.).

i brojne da im je usporedba otežana, te će se u daljnjem pregledu hrvatskoga rješenja moći pratiti i ono što je istovjetno i u drugim pravnim poredcima.

Hrvatski je zakonodavac uređenju AIF-ova pristupio tako da je njegove osnovne elemente regulirao na razini zakona, dok ih je detaljnije uredio na razini pravilnika. Mogu se utvrditi različiti kriteriji diobe fondova: s obzirom na to imaju li fondovi pravnu osobnost ili ne, mogu li se njihovi udjeli nuditi privatnom ili javnom ponudom, te kako to utječe na krug ulagatelja kojima se nude, moraju li imati vanjskoga ili mogu imati i unutarnjeg upravitelja i kako to utječe na njihovu djelatnost i sl.

#### 2.2.2.5.1.1. Alternativni investicijski fond kao ne-UCITS fond

Što je to alternativni investicijski fond i po čemu se on razlikuje od UCITS fonda?

ZAIF određuje<sup>331</sup> da bi investicijski fond bio AIF, on mora kumulativno zadovoljiti dva uvjeta: mora biti investicijski fond osnovan sa svrhom i namjenom: a) prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom od ulagatelja te ulagati ta sredstava u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja AIF-a, a isključivo u korist imatelja udjela toga AIF-a te b) ne zahtijevati odobrenje za osnivanje i upravljanje otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom (u daljnjem tekstu: UCITS fond) u skladu s odredbama zakona kojim se uređuje osnivanje i rad UCITS fondova.

Za razliku od AIF-a, UCITS fond je otvoreni investicijski fond s javnom ponudom koji osniva društvo za upravljanje UCITS fondovima te, poštujući načela razdiobe rizika, ulaže zajedničku imovinu ulagatelja, prikupljenu javnom ponudom udjela u UCITS fondu, u likvidnu financijsku imovinu u skladu s odredbama zakona, prospekta i pravila toga fonda.<sup>332</sup>

Temeljna je razlika u tome da UCITS fond prema hrvatskom pravu može biti samo bez pravne osobnosti. Pritom udjeli UCITS fondova mogu se nuditi samo javnom ponudom. No čini se da temeljno obilježje razlikovnosti pojedinih vrsta fondova počiva na svakodobnoj otkupivosti njihovih udjela, a ne postojanju ili nepostojanju pravne osobnosti. Tako primjerice, u komparativnom pravu, kada je fond ustrojen kao pravna osoba njegovi udjeli/dionice su i dalje svakodobno otkupivi, no tada je riječ o društvu s varijabilnim kapitalom.<sup>333</sup> Hrvatsko, kao niti

---

<sup>331</sup> Članak 4. stavak 1. točka 3. ZAIF-a.

<sup>332</sup> Članak 4. Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16. (u daljnjem tekstu: ZOIFJP).

<sup>333</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57, str. 46-48.

slovensko pravo ne poznaje taj tip društva, za razliku od njemačkoga,<sup>334</sup> francuskoga ili luksemburškoga prava.<sup>335</sup> Otkupivost udjela UCITS fondova daje njihovim ulagateljima veliku komparativnu prednost u odnosu na ostale ulagatelje. Ulagatelj koji je uložio svoj novac u dionice dioničkoga društva ne može prema društvu postaviti taj zahtjev, jer se to protivi načelu očuvanja temeljnoga kapitala.<sup>336</sup> No, imatelj udjela u UCITS fondu to može. Na zahtjev ulagatelja društvo za upravljanje fondom dužno ga je otkupiti. Ta mogućnost svakodobnog izlaska iz ulaganja čini ulaganje u UCITS fondove vrlo atraktivnim. Ako ulagatelj nije zadovoljan ostvarenim prinosom fonda ili mu zatrebaju sredstva, društvo mu mora otkupiti udjel. Zbog te likvidnosti (svakodobne unovčivosti) ulaganja, ulaganje u UCITS fondove osobito je prikladno za male ulagatelje. Ulaganje u AIF-ove je, s druge strane, prikladnije za ulagatelje koji mogu preuzeti veći investicijski rizik ili ulagati s duljim vremenskim horizontom, jer iako se AIF-ovi koriste otkupivošću udjela kao jednom od važnih značajki ulaganja, nerijetko postoje razdoblja u kojima udjeli AIF-ova nisu otkupivi, tzv. lockup kada prije njihova isteka ulagatelji ne mogu zatražiti otkup udjela. Profesionalni ulagatelji, koji su tipični ulagatelji u AIF-ove, imaju veći apetit za rizikom, ali su im i očekivanja povrata od ulaganja veća od malih ulagatelja, spremni su prihvatiti da ti fondovi ulažu i u imovinu koja nije likvidna, odnosno spremni su čekati istek vremena nakon kojeg će unovčiti svoje ulaganje. S obzirom na to da je iz primjera komparativnog prava vidljivo da i jedni i drugi fondovi mogu postojati s ili bez pravne osobnosti, čini se da je razlikovanje UCITS-a od AIF fondova daleko suptilnije naravi i da ga je potrebno sagledati ne samo u kontekstu dopustivoga kruga ulagatelja, postojanja ili nepostojanja otkupivosti udjela, mogućnosti ili nemogućnosti korištenja naprednih investicijskih tehnika, već sagledati sve te elemente u njihovoj povezanosti. Pritom je svakako bitna razlika da se UCITS fondovi mogu nuditi isključivo javnom ponudom.

#### 2.2.2.5.1.2. Alternativni investicijski fondovi s i bez pravne osobnosti

---

<sup>334</sup> U Njemačkoj može biti ustrojen u obliku d.d. s varijabilnim kapitalom - Investmentaktiengesellschaft mit veränderliches Kapital, § 108 KAGB-a i dalje. O fondu s pravnom osobnošću dioničkog društva vidi općenito: Gruhn, A. M., Die deutsche Investmentaktiengesellschaft, Ein Investmentfondsprodukt im Mantel einer Aktiengesellschaft, Berlin, Logos Verlag Berlin, 2011.

<sup>335</sup> U Francuskoj je moguć ustroj u obliku d.d. s varijabilnim kapitalom - Société d'investissement á capital variable (SICAV), Article L214-4 Code monétaire et financier. U Luksemburgu je moguć ustroj u obliku d.d. s varijabilnim kapitalom - Société d'investissement á capital variable (SICAV). Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 49. i dalje.

<sup>336</sup> Dioničarima se ne smiju vratiti uplaćeni ulozi. Isto tako ne smiju im se obećati niti platiti kamate na ono što su uložili, članak 217. stavak 1.2. ZTD-a. Vidi više i; Bilić, Antun, Petrović, Siniša, Odgovornost članova organa društava u faktičnom koncernu, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39., br. 2(2018), str. 727-752. Vidi više u poglavlju: 3.2.6. Načelo zaštite temeljnog kapitala i tehnike financiranja vlasničkih instrumenata, str. 200 i dalje.

AIF može biti ustrojen kao otvoreni ili zatvoreni fond.<sup>337</sup> U RH prema podacima HANFA-e na 10. siječnja 2023. godine<sup>338</sup> ukupno je ustrojeno 36 AIF-a. Od toga su četiri AIF-a s javnom ponudom (dva otvorena s javnom ponudom i dva zatvorena s javnom ponudom) te 32 AIF-a s privatnom ponudom (od čega 10 osnovnih s privatnom ponudom, 18 posebnih s privatnom ponudom, te četiri rizičnog kapitala s privatnom ponudom).

Otvoreni AIF, kako određuje ZAIF u članku 4. stavak 1., točka 4., osnovan u RH zasebna je imovina bez pravne osobnosti. Tom imovinom upravlja i raspolaže UAIF i ostvaruje prava koja iz njega proizlaze u svoje ime, a za zajednički račun svih imatelja udjela otvorenog AIF-a u skladu s odredbama zakona, pravilima fonda ili prospekta. Udjeli u otvorenom AIF-u su slobodno prenosivi nematerijalizirani financijski instrumenti koji mogu njihovim imateljima davati različita prava i mogu se međusobno razlikovati u odnosu na isplatu prihoda ili dobiti AIF-a, denominaciju, pravo izdavanja i/ili otkupa, početnu cijenu ili kombinaciju tih prava (klase udjela).<sup>339</sup>

Kako je riječ o imovini fonda u kojoj se nalaze najraznovrsniji financijski instrumenti (sve ono što čini njegov portfelj), na temelju ugovora o ulaganju,<sup>340</sup> na kojem počiva povjerenički odnos između UAIF-a i svakodobnog ulagatelja u AIF bez pravne osobnosti, ulagatelj uz udjel stječe položaj suovlaštenika na stvarima, pravima i tražbinama koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini otvorenog AIF-a. Imovina otvorenog AIF-a ne pripada UAIF-u, nije dio njegove imovine, niti njegove likvidacijske ili stečajne mase, niti može biti predmetom ovrhe radi namirenja tražbine prema UAIF-u.<sup>341</sup> Imovina otvorenog AIF-a, drži se i vodi odvojeno od imovine UAIF-a. To daje sigurnost članovima AIF-a. Nadalje i sve što UAIF stekne na temelju prava koja pripadaju otvorenom AIF-u, ili na temelju poslova koji se odnose na imovinu otvorenog AIF-a, ili što osoba ovlaštena za upravljanje AIF-om stekne kao naknadu za pravo koje pripada AIF-u, također pripada otvorenom AIF-u i čini njegovu imovinu.<sup>342</sup> Člankom 88. ZAIF-a izričito je propisano da niti jedan ulagatelj ne može zahtijevati diobu zajedničke

---

<sup>337</sup> *Open-end* načelo svoje korijene ima u američkom trustu te za razliku od *closed-end* načela dopušta ulagateljima da u svako doba traže otkup svojih udjela i tako istupe iz fonda. Vidi više u: Braut Filipović, Mihaela, Pravni položaj i odgovornost depozitara UCITS fondova, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2015., str. 3-5.

<sup>338</sup> Podatci preuzetisa mrežne stranice HANFA-e: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3> (10.1.2023.).

<sup>339</sup> Članak 87. ZAIF-a.

<sup>340</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.5. Pravna narav odnosa između ulagatelja i upravitelja alternativnog investicijskog fonda, str. 112 i dalje.

<sup>341</sup> Članak 86. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>342</sup> Članak 86. stavak 2. ZAIF-a. UAIF koji upravlja AIF-om se upisuje kao vlasnik ili imatelj zasebne imovine AIF-a bez pravne osobnosti u sve knjige, registre ili očevidnike, javne ili privatne, s naznakom da navedenu imovinu drži za račun AIF-a. Članak 83. stavak 3. ZAIF-a.

zasebne imovine otvorenog AIF-a, osim ako je to predviđeno pravilima ili prospektom AIF-a. Diobu zajedničke zasebne imovine otvorenog AIF-a ne može zahtijevati niti založni ili fiducijarni vjerovnik, ovrhovoditelj ili stečajni upravitelj pojedinog ulagatelja.<sup>343</sup>

Za razliku od otvorenoga, zatvoreni AIF može biti ili zatvoreni AIF s pravnom osobnošću ili zatvoreni AIF bez pravne osobnosti.

Zatvoreni AIF bez pravne osobnosti novina je uvedena izmjenom ZAIF-a iz 2019. godine.<sup>344</sup> To je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja UAIF u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja u AIF, u skladu s odredbama ZAIF-a.<sup>345</sup> Razlika u odnosu na otvoreni AIF bez pravne osobnosti jest ta, da udjeli zatvorenog AIF-a bez pravne osobnosti nisu otkupivi iz imovine AIF-a. Zatvorenim AIF-om bez pravne osobnosti uvijek upravlja vanjski UAIF. Povjerenički odnos između UAIF-a i ulagatelja u AIF bez pravne osobnosti temelji se na ugovoru o ulaganju, a zaključuje se između UAIF-a i svakodobnog imatelja udjela AIF-a.<sup>346</sup> Imovina AIF-a bez pravne osobnosti ne pripada UAIF-u, nije dio njegove imovine, likvidacijske ili stečajne mase, niti može biti predmetom ovrhe radi namirenja tražbine prema UAIF-u te se drži odvojeno od imovine UAIF-a.

Udjeli u AIF-u bez pravne osobnosti slobodno su prenosivi nematerijalizirani financijski instrumenti<sup>347</sup> koji njihovim imateljima mogu davati različita prava i međusobno se razlikovati s obzirom na isplatu prihoda ili dobiti AIF-a, denominaciju, naknadu za upravljanje i sl.<sup>348</sup> Uplate udjela u AIF bez pravne osobnosti s javnom ponudom u financijskim instrumentima mogu se isključivo izvršiti u prenosivim vrijednosnim papirima, ili instrumentima tržišta novca, pod uvjetom da su uvršteni, ili se njima trguje na uređenom tržištu ili na drugom tržištu koje redovito posluje i otvoreno je za javnost, ili su uvršteni u službenu kotaciju burze u trećoj državi.<sup>349</sup> Mogućnost uplate udjela u AIF bez pravne osobnosti s privatnom ponudom vrši se u

---

<sup>343</sup> Članak 88. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>344</sup> Taj je oblik do tada bio omogućen samo za otvoreni AIF.

<sup>345</sup> Članak 4. stavak 1. točka 5b.

<sup>346</sup> Članak 84. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>347</sup> Članak 87. stavak 1. ZAIF-a povezan s člankom 3. stavak 1. točka 24. c. ZTK-a koja kaže da su udjeli u subjektima za zajednička ulaganja financijski instrumenti, dok pojam nematerijaliziranih financijskih instrumenata iz članka 3. stavak 1. točka 71. ZTK-a definira nematerijalizirani oblik u skladu s Uredbom (EU) br. 909/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o poboljšanju namire vrijednosnih papira u Europskoj uniji i o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira te izmjeni direktiva 98/26/EZ i 2014/65/EU. Tekst značajan za EGP, SLJ L 257, 28.8.2014, čl. 2. st. 1. t. 4. koji propisuje da „nematerijalizirani oblik” znači činjenicu da financijski instrument postoji samo kao elektronički zapis.

<sup>348</sup> Članak 87. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>349</sup> Članak 3. stavak 1. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

financijskim instrumentima ili drugim oblicima imovine AIF-a u skladu s pravilima AIF-a.<sup>350</sup> Udjeli u AIF bez pravne osobnosti vode se u elektroničkom obliku, a mogu se voditi u registru udjela koji vodi UAIF, središnji depozitorij ili treća osoba kojoj je UAIF delegirao taj administrativni posao.<sup>351</sup>

Zatvoreni AIF s pravnom osobnošću, osnovan u RH na temelju članka 97. ZAIF-a pravna je osoba koja se osniva i posluje kao dioničko društvo (u daljnjem tekstu: d.d.), društvo s ograničenom odgovornošću (u daljnjem tekstu: d.o.o.) ili kao komanditno društvo (u daljnjem tekstu: k.d.) u skladu s odredbama zakona koji uređuju osnivanje i poslovanje trgovačkih društava, ako nije drukčije određeno zakonom. Njega može osnovati vanjski UAIF ili se može osnovati kao zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem na temelju odobrenja HANFA-e. Vanjski UAIF koji upravlja i raspolaže imovinom zatvorenog AIF-a ostvaruje sva prava koja iz nje proizlaze u ime i za račun AIF-a u skladu s odredbama ZAIF-a i pravila AIF-a, odnosno prospekta.<sup>352</sup>

Zatvoreni AIF koji se osniva kao dioničko društvo ima statut i pravila, a ako se nudi javnom ponudom i prospekt. Statut obuhvaća odredbe propisane ZTD-om<sup>353</sup> kao i ulagateljske ciljeve zatvorenog AIF-a. Osniva se uz odobrenje HANFA-e i može se osnovati samo sukcesivnim osnivanjem.<sup>354</sup> Zatvoreni AIF u obliku d.d. obavlja djelatnost prikupljanja novčanih sredstava javnom ili privatnom ponudom svojih dionica i ulaganja tih sredstava u skladu sa zakonom, prospektom, pravilima i statutom te tu djelatnost upisuje kao predmet poslovanja u sudski registar. Dionice zatvorenog AIF-a uplaćuju se u gotovu novcu, moraju biti u cijelosti uplaćene prije upisa u sudski registar, izdaju se u nematerijaliziranom obliku, glase na ime te daju dioničarima prava utvrđena zakonom. Članska prava koja proizlaze iz dionica zatvorenog investicijskog fonda su: pravo glasa na skupštini zatvorenog fonda, pravo na dividendu, pravo na obavještenost i pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske ili stečajne mase fonda.<sup>355</sup>

---

<sup>350</sup> Članak 3. stavak 4. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>351</sup> Udjel u AIF-u može glasiti na investicijsko društvo ili kreditnu instituciju koja pruža poslove pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenta, uključujući poslove skrbništva i s tim povezane usluge upravljanja portfeljem, pri čemu će se zabilježiti da drže udjele za račun treće osobe. Članak 111. ZAIF-a. Sadržaj podataka Registra udjela AIF-a bez pravne osobnosti propisan je Pravilnikom o vrstama AIF-ova, članak 12. i 13. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>352</sup> Članak 97. stavak 3. ZAIF-a.

<sup>353</sup> Članak 173. ZTD-a.

<sup>354</sup> Članak 108. stavak 1. ZAIF-a. Članak 195. ZTD-a propisuje da se društvo može osnovati tako da osnivači usvoje statut, preuzmu dio dionica i upute javni poziv (prospekt) za upis dionica, pa se one upisuju na temelju toga poziva. Društvo je osnovano kada ga se upiše u sudski registar. Vidi više u: Gorenc, Vilim, Česić, Zlatko, Buljan, Vesna, Brkanić, Vlado, Komentar Zakona o trgovačkim društvima, 4. izmijenjeno i dopunjeno izd., Zagreb, RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, 2008., str. 323-347.

<sup>355</sup> Članak 98. stavak 6. ZAIF-a.

Dioničar za razliku od imatelja udjela u otvorenom investicijskom fondu nema pravo na svakodobni otkup (dionice), ali dionicu može lako prodati na burzi budući da je ona uvršteni vrijednosni papir, ako je riječ o zatvorenom fondu s javnom ponudom.

Zatvoreni AIF osnovan u obliku društva s ograničenom odgovornošću osniva se društvenim ugovorom<sup>356</sup> koji obuhvaća odredbe propisane ZTD-om,<sup>357</sup> obavlja djelatnost prikupljanja novčanih sredstava privatnom ponudom poslovnih udjela i ulaganja tih sredstava u skladu sa zakonom, pravilima i društvenim ugovorom te tu djelatnost kao predmet poslovanja upisuje u sudski registar.<sup>358</sup> Temeljni ulozi zatvorenog AIF-a uplaćuju se u gotovini i moraju biti u cijelosti uplaćeni prije nego što se osnivanje upiše u sudski registar.

Zatvoreni AIF osnovan u obliku komanditnoga društva novina je primijenjena izmjenom ZAIF-a 2021. godine.<sup>359</sup> Izmjena je bila potaknuta komparativnim primjerima u drugim državama članicama EU-a,<sup>360</sup> gdje je takav oblik ustroja fondova vrlo rasprostranjen, za razliku od Republike Hrvatske.<sup>361</sup> AIF osnovan u obliku komanditnog društva ima društveni ugovor koji sadržava odredbe propisane ZTD-om,<sup>362</sup> ulagateljske ciljeve i ostale podatke propisane ZAIF-om te pravila.<sup>363</sup> On obavlja djelatnost prikupljanja novčanih sredstava privatnom ponudom poslovnih udjela i ulaganja tih sredstava u skladu sa zakonom, društvenim ugovorom i pravilima fonda.<sup>364</sup> Temeljni ulozi moraju biti uplaćeni u cijelosti prije nego što se upiše u

---

<sup>356</sup> Društveni ugovor ili ugovor o osnivanju društva temeljni je ustrojbeni akt društva, to je pravni posao na kome se temelji društvo i po tome se razlikuje od drugih privatnopravnih zajednica osoba, a njegova pravna narav određena je time što je to organizacijski ugovor trajne naravi. O pravnoj naravi društvenog ugovora postoje tri shvaćanja. Po jednome, tzv. *ugovorna teorija*, riječ je o ugovoru, po drugom, tzv. *teoriji norme*, radi se o objektivnom pravu koje članovi stvaraju na temelju zakonom dobivene ovlasti, a po trećoj, tzv. *modificiranoj teoriji pravne norme* društveni ugovor je pravni izvor koji treba uzeti objektivno kao zakon. U njemačkoj teoriji prevladava ugovorna teorija, a u praksi modificirana teorija pravne norme. Vidi više: Barbić, Jakša, Društveni ugovor kao pravni posao na kome se temelji društvo: Godišnjak Aktualnosti Hrvatskog zakonodavstva i pravne prakse, Građansko, trgovačko, radno, parnično, ovršno i upravno pravo u praksi – Godišnjak 19(2012), str. 67-124.

<sup>357</sup> Članak 387. - 388. ZTD-a.

<sup>358</sup> Članak 99 ZAIF-a.

<sup>359</sup> Izmjena ZAIF-a, Narodne novine, br. 110/21.

<sup>360</sup> U Nacrtu prijedloga Izmjene Zakona upućenom Vladi RH 18. lipnja 2021., str. 6., navodi se da komanditno društvo - društvo koje prema svojim karakteristikama najviše odgovara, tzv. *partnershipu*, obliku u kojem se u drugim državama članicama osnivaju fondovi PE i VC izvorno se koristilo kao društvo osoba podobno za poslovne pothvate u kojima su jedni članovi povjeravali sredstva drugima da njima vode poslove i s njima su zajedno sudjelovali u rezultatima toga poslovanja. Dostupno na: <https://www.google.com/search?q=nacrt+prijedloga+AIF&oq=nacrt+prijedloga+AIF&aqs=chrome..69i57j33i160.4985j0j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8> (5.12.2021.).

<sup>361</sup> Uvidom na dan 12. prosinca 2022. godine u sudski registar Trgovačkog suda u Zagrebu u Evidenciju pravnog oblika trgovačkih društava po sudovima u RH, utvrđeno je da je od ukupno registriranih 170279 društva samo njih 56 osnovano u obliku komanditnog društva.

<sup>362</sup> Članak 131. - 147. ZTD-a.

<sup>363</sup> Članak 99.a stavak 2. ZAIF-a.

<sup>364</sup> Članak 99.a stavak 3. ZAIF-a.



sudski registar.<sup>365</sup> Razlikovanje toga ustrojbenog oblika je u odgovornosti članova društva prema trećima za obveze fonda. Pa tako komplementar odgovora za obveze fonda solidarno i neograničeno cjelokupnom svojom imovinom, dok komanditori odgovaraju do iznosa određenog imovinskog uloga u fond.<sup>366</sup> Pritom treba naglasiti, da komplementar mora biti pravna osoba (d.o.o. ili d.d.), što znači da nema osobne odgovornosti komplementara, već je riječ o odgovornosti društva.

Zatvorenim AIF-om s pravnom osobnošću može upravljati i vanjski i unutarnji upravitelj. Kada zatvorenim AIF-om upravlja vanjski UAIF<sup>367</sup> on obnaša funkciju uprave zatvorenog AIF-a, jer zatvoreni AIF nema upravu kao zasebni organ društva. U tom slučaju UAIF vodi poslove zatvorenog AIF-a i zastupa ga u svim pitanjima, osim onih u kojima je za zastupanje ovlašten nadzorni odbor zatvorenog AIF-a.<sup>368</sup> To znači da su uprava AIF-a i UAIF-a iste, što članove može dovesti u nezavidan položaj ili mogući sukob interesa kada se interesi AIF-a i UAIF-a razlikuju.<sup>369</sup> Uprava zatvorenog AIF-a s unutarnjim upravljanjem vodi poslove zatvorenog AIF-a i zastupa ga u svim pitanjima osim u onima u kojima je za zastupanje ovlašten nadzorni odbor zatvorenog AIF-a.<sup>370</sup>

AIF osnovan u obliku komanditnog društva kojim upravlja vanjski UAIF može imati samo jednog komplementara koji mora biti pravna osoba osnovana u obliku d.d. ili d.o.o.<sup>371</sup> U tom slučaju komplementar AIF-a osnovanog u obliku k.d. kojim upravlja vanjski UAIF nema upravu kao zasebni organ društva, već vanjski UAIF obnaša funkciju uprave.<sup>372</sup> S druge strane, uprava, odnosno komplementar zatvorenog AIF-a s unutarnjim upravljanjem vodi poslove zatvorenog AIF-a i zastupa ga u svim pitanjima.<sup>373</sup> Uvođenjem AIF-a osnovanog u obliku k.d. zakonodavac je zaokružio pravne oblike osnivanja društava predviđene ZTD-om te stvorio formalne preduvjete za ulagatelje kojima je takav oblik ustroja fonda tradicionalan. No hoće li ovaj potonji oblik zaživjeti u RH (budući da taj oblik ustroja društva i inače jako malo zastupljen u poslovnoj praksi RH) ostaje za vidjeti.

---

<sup>365</sup> Članak 99.a stavak 5. ZAIF-a.

<sup>366</sup> Članak 131. ZTD-a.

<sup>367</sup> Članak 100. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>368</sup> Članak 100. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>369</sup> To mogu biti situacije povezane s operativnim vođenjem, npr. pitanje naknada – povećanje / smanjenje naknada za upravljanje i sl.

<sup>370</sup> Članak 101. ZAIF-a.

<sup>371</sup> Članak 100. stavak 3. ZAIF-a.

<sup>372</sup> Članak 100. stavak 4. ZAIF-a.

<sup>373</sup> Članak 101. ZAIF-a.

### 2.2.2.5.1.3. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na način nuđenja udjela – javna/privatna ponuda

Fondovi se mogu nuditi javnom ili privatnom ponudom.

Javnu ponudu<sup>374</sup> ZAIF definira kao svaku obavijest danu u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva upućenu neograničenom broju ulagatelja, a koja sadrži dostatno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim udjelima AIF-a, da bi se na temelju njih ulagatelj mogao odlučiti na upis tih udjela.

Privatnu ponudu ZAIF definira<sup>375</sup> kao svaku obavijest danu profesionalnom ili kvalificiranom ulagatelju u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dostatno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim udjelima da se na temelju njih ulagatelj može odlučiti na upis tih udjela, a koja je po nekoj svojoj karakteristici uvjetovana, primjerice minimalnim iznosom ulaganja, ciljnom skupinom ulagatelja ili brojem ulagatelja.

Iz ovih je definicija razvidno da se razlika javne od privatne ponude, kao načina nuđenja udjela ne ogleda u tome da se poziv za kupnju udjela upućuje sredstvima javnog priopćavanja pri javnoj ponudi, odnosno pozivima i obavijestima ad personam pri privatnoj ponudi, već je riječ o tome da je pristup tom ulaganju nečim uvjetovan. Zakonodavac nije omogućio za sve oblike fondova javnu i privatnu ponudu već je tu bio selektivan, predmnijevajući da određeni pravni oblici fondova daju veći stupanj sigurnosti od drugih. Tako, otvoreni AIF, kao i zatvoreni AIF bez pravne osobnosti i zatvoreni AIF osnovan kao d.d.,<sup>376</sup> obavljaju djelatnost prikupljanja novčanih sredstava javnom ili privatnom ponudom svojih dionica,<sup>377</sup> dok se udjeli zatvorenog AIF-a osnovanog u obliku d.o.o. ili k.d., mogu nuditi samo privatnom ponudom. Zakonodavac je u odnosu na ranije uređenje omogućio osnivanje fondova s pravnom osobnošću u obliku d.o.o., a zadnjom izmjenom iz 2021. godine i u obliku k.d. društva, što ranije nije bio slučaj. Time je smanjio regulatorne troškove osnivanja, no opet s druge strane nije dopustio da se taj jednostavniji pravni oblik upotrijebi kao oblik ulaganja koji će se moći nuditi javnom ponudom,

---

<sup>374</sup> Članak 4. stavak 1. točka 45. ZAIF-a.

<sup>375</sup> Članak 4. stavak 1. točka 46. ZAIF-a.

<sup>376</sup> Članak 8. i 9. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>377</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 61.: „iz ovoga proizlazi da temeljni kriterij razlikovanja privatne i javne ponude nije u odabiru komunikacijskih kanala koji će se koristiti pri upućivanju na poziv na kupnju, već da se ta dva pojma razlikuju prema ciljnoj skupini kojoj je upućen poziv“.

već samo privatnom. Očigledno je zakonodavac prepoznao potrebu za uporabom jednostavnijih oblika fondova s pravnom osobnosti kada su osnivači tih fondova profesionalni ulagatelji.

Pravilnikom o vrstama AIF-ova,<sup>378</sup> HANFA je odredila kojim se točno vrstama ulagatelja mogu nuditi udjeli u pojedinim AIF-ovima.<sup>379</sup> Istim je Pravilnikom odredila i način na koji se mora objaviti početna ponuda udjela otvorenog AIF-a s javnom ponudom i zatvorenog AIF-a bez pravne osobnosti s javnom ponudom.<sup>380</sup> Naime, do nedavno se smatralo da su ulagatelji dostatno zaštićeni ako su informirani o proizvodu i riziku koji on nosi. No, kako je zaštita ulagatelja jedan od osnovnih postulata tržišta kapitala, zakonodavac je radi jače zaštite ulagatelja, unaprijed sam odredio proizvode ili usluge koje smatra prikladnim za određenu kategoriju ulagatelja te u skladu s tim i propisao način nuđenja udjela/dionica.

#### 2.2.2.5.1.4. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na vrstu ulagatelja

U skladu sa „patronizirajućim“ stavom regulatora spram ulagatelja, gdje regulator - HANFA, smatra da može predvidjeti za koja je ulaganja ulagatelj sposoban spoznati i spreman preuzeti rizik te su mu samo takve vrste ulaganja dopuštene,<sup>381</sup> odnosno koje vrste transakcija/ulaganja mogu ugroziti integritet tržišta pa potencijalno i za sistemski rizik, ZAIF razvrstava ulagatelje AIF-a na profesionalne i male ulagatelje pozivajući se na ZTK kao *lex generalis* te uvodi i dodatne kategorije.

Profesionalnog ulagatelja ZAIF<sup>382</sup> definira kao ulagatelja koji se u skladu sa ZTK-om<sup>383</sup> smatra profesionalnim ulagateljem ili se na vlastiti zahtjev može smatrati takvim.<sup>384</sup> Mali je ulagatelj<sup>385</sup>

---

<sup>378</sup> Članak 4. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>379</sup> Osim UAIF-a, distribuciju udjela mogu obavljati i osobe koje su prema zakonu kojim se uređuje tržište kapitala ovlaštene pružati investicijske usluge zaprimanja i prijenosa naloga i/ili investicijskog savjetovanja, čl. 147. st. 1. ZAIF-a.

<sup>380</sup> Početna ponuda udjela otvorenog AIF-a s javnom ponudom i zatvorenog AIF-a bez pravne osobnosti s javnom ponudom smije započeti tek po objavljivanju prospekta i mora se javno objaviti ili na mrežnim stranicama UAIF-a, ili objavom u jednim ili više dnevnih novina koje se prodaju na cijelom ili pretežnom području RH, odnosno države u kojoj će udjeli biti ponuđeni javnosti ili u tiskanom obliku koji je besplatno dostupna u službenim prostorijama UAIF-a i uredima pravnih osoba s kojima je UAIF sklopio ugovor o poslovnoj suradnji za obavljanje poslova nuđenja udjela AIF-a, članak 2. stavak 2. i 3. Pravilnika o udjelima AIF-a.

<sup>381</sup> No, tko će procijeniti je li regulator dovoljno educiran za procjenu rizika? Wymeersch, Eddy, Challenges to collective investment products, dostupno na: [www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/S&C2012-01.pdf](http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/S&C2012-01.pdf) (3.7.2020.).

<sup>382</sup> Članak 4. stavak 1. točka 10. ZAIF-a.

<sup>383</sup> Članka 101. ZTK-a.

<sup>384</sup> Članak 103 ZTK-a.

<sup>385</sup> Članak 4. stavak 1. točka 12. ZAIF-a.

onaj koji nije profesionalan, odnosno kvalificirani ulagatelj.<sup>386</sup> Ta pomična koncepcija ulagatelja, koja se još naziva i konceptom *moving between categories*, izvire iz Direktive o tržištu financijskih instrumenata - MIFID-a,<sup>387</sup> krovne direktive koja uređuje način pružanja investicijskih usluga. U skladu s tom koncepcijom, mali ulagatelji mogu pod određenim uvjetima zatražiti da budu tretirani kao profesionalni, te se time odreći više razine zaštite.<sup>388</sup> No, moguće je i obrnuto, da u nekim situacijama profesionalni ulagatelji zatraže da ih se za neku ili sve investicijske usluge tretira kao male ulagatelje, odnosno da im se omogući tretman s višom razinom zaštite.<sup>389</sup>

Profesionalnog ulagatelja ZTK definira kao klijenta koji posjeduje dostatno iskustva, znanja i stručnosti za samostalno donošenje odluka o ulaganjima i pravilnoj procjeni s tim povezanih rizika. ZTK propisuje sveobuhvatan popis profesionalnih ulagatelja navodeći subjekte koji se smatraju profesionalnim ulagateljima pri obavljanju svih transakcijskih usluga i aktivnosti u odnosu na financijske instrumente.<sup>390</sup> Ulagatelj na vlastiti zahtjev može dobiti tretman s višom razinom zaštite, onakav kakav se pruža malim ulagateljima (engl. *moving between categories*).<sup>391</sup> Vodeći računa o zaštiti ulagatelja, ZTK je propisao obvezu klijenta, koji se smatra profesionalnim ulagateljem, da zatraži višu razinu zaštite ako ne može propisno procijeniti ili upravljati uključenim rizicima. Istodobno je obvezao i ulagatelja i investicijsko društvo da redovito prate i ažuriraju podatke koji utječu na status ulagatelja. Viši stupanj zaštite

---

<sup>386</sup> Članak 100. stavak 3. ZTK-a, mali ulagatelj je svaki onaj koji nije profesionalan, odnosno onaj klijent koji ne ispunjava kriterije za profesionalnog ulagatelja.

<sup>387</sup> Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EU i Direktive 2011/61/EU (u daljnjem tekstu: MIFID 2), SLL 173, 12. 6. 2014.

<sup>388</sup> Članak 104. ZTK-a.

<sup>389</sup> Članak 102. ZTK-a.

<sup>390</sup> Članak 101. stavak 2. ZTK-a određuje tko se smatra profesionalnim ulagateljem i to: 1.) subjekti koji za djelovanje na financijskom tržištu moraju imati primjereno odobrenje ili podliježu nadzoru nadležnog nadzornog tijela: a) investicijsko društvo, b) kreditna institucija, c) druga financijska institucija s odobrenjem za rad koje je izdalo nadležno tijelo ili reguliranje prema posebnim propisima, d) društvo za osiguranje, e) subjekt za zajednička ulaganja i njegovo društvo za upravljanje, f) društvo za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinski fondovi, g) mirovinsko osiguravajuće društvo, h) trgovac robom i robnim izvedenicama, i) lokalna pravna osoba, j) drugi institucionalni ulagatelji koji podliježu obvezi odobrenja ili nadzora za djelovanje na financijskom tržištu; 2.) veliko poduzeće, koje na razini pojedine pravne osobe u odnosu na prethodnu poslovnu godinu, zadovoljava najmanje dva od sljedećih uvjeta: a) ukupna aktiva iznosi najmanje 20 milijuna EUR-a, b) neto prihod u iznosu od najmanje 40 milijuna EUR-a, c) kapital u iznosu od najmanje 2 milijuna EUR-a, 3.) nacionalna i regionalna vlada, središnja banka, Svjetska banka, EIB, ESB i sl. te 4.) drugi institucionalni ulagatelji čija je glavna aktivnost ulaganje u financijske instrumente, uključujući i subjekte koji se bave sekuratizacijom imovine ili drugim transakcijama financiranja.

<sup>391</sup> Čulinović-Herc, Edita, Način postupanja investicijskih društava prema klijentima pri obavljanju investicijskih usluga i sporovi zbog povrede tih pravila, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 31, br. 1, Supplement (2010), str. 51-83.

investicijsko društvo dužno je pružiti klijentu ako s njim sklopi ugovor prema kojemu klijentu neće primjenjivati pravila poslovnoga ponašanja kao prema profesionalnom ulagatelju.<sup>392</sup>

S druge strane, mali ulagatelji od investicijskog društva mogu zatražiti status profesionalnog ulagatelja.<sup>393</sup> Investicijsko društvo dužno je na temelju zahtjeva procijeniti može li klijent, donijeti investicijsku odluku i razumjeti rizike povezane s određenom transakcijom ili uslugom. Procjena mora obuhvatiti stručnost, iskustvo i znanje klijenta, a koje se ne može pretpostaviti već se mora utvrditi. Pri podnošenju zahtjeva za stjecanje statusa profesionalnog ulagatelja klijent mora dokazati da ispunjava kumulativno najmanje dva od tri propisana uvjeta: da je izvršio u prosjeku 10 transakcija značajnog volumena unutar svakog tromjesečja unatrag godinu dana, na za njega mjerodavnom području, ili da veličina portfelja financijskih instrumenata klijenta prelazi vrijednost 500.000,00 eura, ili radi, ili je radio u financijskom sektoru najmanje godinu dana na stručnim poslovima koji zahtijevaju znanje o transakcijama ili uslugama za koje se traži status profesionalnog ulagatelja. Ako su naprijed navedeni uvjeti zadovoljeni – traži se zadovoljenje još jednog kriterija, a to je odricanje od više razine zaštite. Naime, mali se ulagatelji mogu odreći više razine zaštite koju jamče pravila poslovnog ponašanja samo ako su zadovoljeni slijedeći kriteriji:<sup>394</sup>

- a) klijent mora pisanim putem zatražiti od investicijskog društva status profesionalnog ulagatelja uz napomenu zahtijeva li taj status općenito ili samo za pojedinu uslugu ili transakciju,
- b) investicijsko društvo ga je dužno pisano jasno upozoriti na prava i zaštitu koju će izgubiti odabirom statusa profesionalnog ulagatelja te
- c) klijent mora pisano potvrditi u dokumentu odvojenom od ugovora, da je svjestan posljedica i gubitka prava i zaštite malog ulagatelja.

Iz svega iznesenog proizlazi da prelazak „malog ulagatelja“ u kategoriju „profesionalnog na vlastiti zahtjev“ nije jednostavan i da mora prethoditi procjena njegove profesionalnosti uz istodobno ispunjenje kvalifikatornih uvjeta. Tu procjenu obavlja prema ZTK-u investicijsko društvo koje je i ovlašteno pružati sve ili neke investicijske usluge, a u ovom našem fondovskom kontekstu tu će procjenu napraviti UAIF.

---

<sup>392</sup> Ugovor mora biti u pisanoj obliku i točno sadržavati naznaku primjenjuje li se na jednu ili više usluga ili transakcija, ili na jednu, ili više vrsta proizvoda ili transakcija, članak 102. stavak 6. ZTK-a.

<sup>393</sup> Članak 103. ZTK-a.

<sup>394</sup> Članak 104. ZTK-a.

ZAIF<sup>395</sup> uvodi dodatnu kategorije ulagatelja kvalificiranog ulagatelja u cilju „zaštite ulagatelja“, gdje regulator i dalje ističe važnost znanja i spremnosti na preuzimanje rizika ulagatelja, ali uvažavajući i specifičnosti konkretnih vrsta ulaganja za AIF-ove u odnosu na druge fondove ili investicijska društva.

Kvalificirani ulagatelj<sup>396</sup> je ulagatelj koji kumulativno mora ispuniti dva uvjeta. Prvi je uvjet da je ulagatelj dovoljno iskusan i posjeduje stručna znanja te da je sposoban razumjeti ključne rizike ulaganja u AIF, a ulaganje je u skladu s njegovim ulagačkim ciljevima. Drugi je uvjet da je ulagatelj za potrebe ulaganja u jedan AIF spreman uplatiti minimalno 53.080,00 EUR-a ili ekvivalentu vrijednosti u drugoj valuti kako je propisano pravilima AIF-a. No, uz to mora ispuniti barem jedan od dva uvjeta i to:

- a) da je vrijednost njegove neto imovine najmanje 265.440,00 EUR-a ili ekvivalenta vrijednost u drugoj valuti te
- b) da radi, ili je radio u financijskom sektoru najmanje godinu dana na stručnim poslovima koji zahtijevaju znanje o ulaganjima koja se mogu usporediti s ulaganjima UAIF-u ili njegovo poslovanje, bilo za vlastiti račun ili za račun drugih osoba obuhvaća upravljanje, stjecanje ili raspolaganje imovinom iste vrste kao i imovina AIF-a.

No izmjenom Pravilnika o vrstama AIF-a iz 2022. godine, za kvalificiranog ulagatelja AIF-ova s privatnom ponudom ukida se obveza najnižeg iznosa uplate pojedinog ulagatelja u AIF s privatnom ponudom.<sup>397</sup>

Radi zaštite ulagatelja, zakonodavac je mogućnost nuđenja udjela AIF-ova malim ulagateljima uvjetovao uvođenjem dodatnih načina osiguranja tako da je kvalificirani ulagatelj dužan ispuniti propisane uvjete kako bi mu se priznao taj status. No, zadnjom izmjenom kojom je zakonodavac ukinuo obvezu najnižeg iznosa uplate pojedinog ulagatelja u AIF s privatnom ponudom omogućio je pristup većem broju ulagatelja.

---

<sup>395</sup> ZAIF je do izmjene ZAIF-a iz 2021. godine poznavao dvije dodatne kategorije ulagatelja; kvalificiranog ulagatelja i kvalificirane ulagatelje u AIF rizičnog kapitala (pri čemu je razlikovanje bilo u tome što je kod ovog drugog ulagatelj morao ispuniti više zahtjeva u smislu broja transakcija koje je trebao izvršiti na mjerodavnom tržištu u zadnjih godinu dana). Izmjenom ZAIF-a ukinuta je kategorija kvalificiranog ulagatelja u AIF rizičnog kapitala. Vidi više: Nacrt prijedloga Izmjene Zakona upućenom Vladi RH 18. lipnja 2021., str. 7., dostupno na: <https://www.google.com/search?q=nacrt+prijedloga+AIF&oq=nacrt+prijedloga+AIF&aqs=chrome..69i57j33i160.4985j0j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8> (5.12.2021.)

<sup>396</sup> Članak 4. stavak 1. točka 11. ZAIF- a.

<sup>397</sup> Članak 20. Pravilnika o izmjeni Pravilnika AIF-a, Narodne novine, 155/22. od 29.12.2022.

Mali ulagatelj stječe svojstvo kvalificiranog ulagatelja u AIF ako ispuni kvalifikatorne uvjete, a potom i tek nakon što se kumulativno ispune dva uvjeta:

- a) da je ulagatelj potpisao pisanu potvrdu o razumijevanju i prihvaćanju bitnih karakteristika AIF-a, vrstama i značenju svih rizika povezanih s ulaganjem u konkretan AIF<sup>398</sup> te
- b) da je UAIF ocijenio na temelju izvršene „procjene primjerenosti“<sup>399</sup> da je ulaganje u udjele pojedinog AIF-a primjereno.

Procjena se izrađuje na temelju podataka o znanju i iskustvu klijenta na području ulaganja. Ako UAIF procijeni da proizvod ili usluga nisu prikladni za klijenta, UAIF može na izričiti zahtjev klijenta pružiti uslugu. No, pritom ga je dužan upozoriti na okolnost da proizvod ili usluga nisu prikladni za njega, i to u standardiziranom obliku upozorenja. Tek nakon ispunjenja ta dva uvjeta UAIF i ulagatelj su ovlašteni sklopiti ugovor o ulaganju.<sup>400</sup>

No, izmjenom ZAIF-a iz 2021. godine, zakonodavac uvodi i iznimku, u vidu četvrte kategoriju ulagatelja, zaposlenike i članove uprave kod AIF-ova s privatnom ponudom. Naime, u AIF-u s privatnom ponudom može uložiti i član uprave i zaposlenik UAIF-a koji upravlja tim AIF-om, ako je zaposlenik izravno uključen u investicijske aktivnosti toga AIF-a s privatnom ponudom ili ako je riječ o zaposleniku na višoj funkciji u UAIF-u s iskustvom u pružanju usluga upravljanja imovinom. Zaposlenik tada mora pisanom izjavom potvrditi da koristi ovu iznimku i da je svjestan da se AIF s privatnom ponudom nudi isključivo profesionalnim i kvalificiranim ulagateljima. O namjeri korištenja iznimke iz ovoga stavka, UAIF mora obavijestiti Agenciju.<sup>401</sup> Ova je odredba zakonodavca umetnuta zbog postizanja veće transparentnosti, tj. unaprijed razotkrivanjem informacija o ulagateljima u AIF-u te time i pridonosi povjerenju ostalih ulagatelja u ulaganje (jer sami zaposlenici i članovi uprave ulažu svoju osobnu imovinu u fond).

---

<sup>398</sup> Članak 6. stavak 6. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>399</sup> Članka 6. stavak 7. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>400</sup> No, upravo iz razloga zaštite malih ulagatelja, kada AIF nudi svoje udjele malim ulagateljima, UAIF mora (članak 151. ZAIF-a) prethodno ishoditi suglasnost regulatora – HANFA-e. Pritom je UAIF dužan kroz dostavljene dokumente HANFA-i dokazati da je postignuta razina zaštite, odnosno transparentnosti, koja se zahtijeva za višu razinu zaštite za male ulagatelje, te da može osigurati sustave za izvršavanje zahtjeva za izdavanje i otkup udjela, objavu informacija i dokumentacije za ulagatelje u AIF te rješavati pritužbi ulagatelja (članak 151. stavak 3. ZAIF-a). Kada UAIF nudi udjele AIF-a osnovanog u trećoj državi, mora dokazati u skladu s Pravilnikom o udjelima AIF-ova da je malim ulagateljima zajamčena barem ista razina zaštite kao i RH, te da se na udjele AIF-a iz treće države ne primjenjuje zabrana nuđenja udjela malim ulagateljima u državi u kojoj je AIF osnovan (članak 26. stavak 2. Pravilnika o udjelima AIF-ova).

<sup>401</sup> Članak 6. stavak 3. ZAIF-a.

#### 2.2.2.5.1.5. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na način upravljanja – unutarnji/vanjski upravitelj alternativnog investicijskog fonda

Svaki AIF mora imati jedan UAIF koji će upravljati fondom. UAIF je pravna osoba sa sjedištem u RH koja, na temelju odobrenja HANFA-e,<sup>402</sup> obavlja djelatnost upravljanja jednim ili više AIF-ova.<sup>403</sup> UAIF-ovi kojima je HANFA dala odobrenje za osnivanje i upravljanje, upisuju se u registar UAIF-ova i AIF-ova RH koji vodi HANFA.<sup>404</sup>

UAIF se u RH osniva i posluje<sup>405</sup> kao d.o.o. ili d.d. sa sjedištem u RH, prema odredbama zakona koji uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava, dakle primarno ZTD-a, osim ako nije drukčije određeno.<sup>406</sup> Može se osnovati i kao Europsko društvo – Societa Europea (SE) sa sjedištem u RH.<sup>407</sup>

UAIF je zadužen i odgovoran za osiguravanje usklađenosti s odredbama zakona te može poslovati kao vanjski i unutarnji upravitelj.<sup>408</sup> UAIF može poslovati kao vanjski, kada upravlja s jednim ili više otvorenih ili zatvorenih AIF-a, i uz to može obavljati i druge djelatnosti predviđene zakonom,<sup>409</sup> ili unutarnji UAIF, u slučaju zatvorenog AIF-a s unutarnjim upravljanjem i on sam upravlja vlastitom imovinom. Zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem uvijek je pravna osoba.<sup>410</sup> Kao unutarnji upravitelj posluje kod zatvorenog AIF-a, dakle onog osnovanog u obliku d.d., d.o.o. ili k.d., onda kada uprava uz suglasnost nadzornog odbora ili upravnog odbora, odluči da neće imenovati vanjski UAIF. U tom slučaju dolazi do sjedinjenja. Naime zatvoreni AIF je istodobno i UAIF te podliježe svim zakonskim odredbama koje se odnose na UAIF. U tom slučaju UAIF može obavljati isključivo djelatnost upravljanja tim AIF-om i niti jednu drugu djelatnost.<sup>411</sup>

---

<sup>402</sup> Članak 4. stavak 1. točka 14. ZAIF-a.

<sup>403</sup> Pregledno o analizi društava za upravljanje investicijskim društvima vidi više u: Jurić, Dionis, Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29., (br. 1)2008, str. 149-185.

<sup>404</sup> Članak 8. ZAIF-a.

<sup>405</sup> Članak 10. ZAIF-a.

<sup>406</sup> Pravilnikom o izdavanju odobrenja za rad UAIF-a propisan je sadržaj zahtjeva i dokumentacija koju je potrebno priložiti uz zahtjev za odobrenje za rad UAIF-a.

<sup>407</sup> Članak 10. stavak 2. ZAIF-a. O načinu osnivanja, regulatornom kapitalu te izdavanju odobrenja za osnivanje UAIF-a HANFA je donijela niz podzakonskih akata, pravilnika kojima je detaljno regulirala tu materiju.

<sup>408</sup> ZAIF u članku 22. propisuje najniži iznos temeljnog kapitala UAIF-a koji ovisi o kategoriji UAIF-a za koju UAIF traži odobrenje od HANFA-e (mali, srednji ili veliki/unutarnji ili vanjski).

<sup>409</sup> Članak 4. stavak 1. točka 15. ZAIF-a.

<sup>410</sup> Članak 4. stavak 1. točka 16 ZAIF-a.

<sup>411</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.5.4.2. Zatvoreni alternativni investicijski fond s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj str. 151. i dalje.



Djelatnost UAIF-a dijeli se na osnovne i pomoćne, a uz njih UAIF može i upravljati UCITS fondovima i fondovima osnovanim prema posebnim zakonima uz prethodno odobrenje HANFA-e. Osnovne djelatnosti<sup>412</sup> su: osnivanje AIF-a, upravljanje imovinom AIF-a, upravljanje rizicima, administrativni poslovi,<sup>413</sup> trgovanje udjelima AIF-a te aktivnosti povezane s imovinom AIF-a.<sup>414</sup> U pomoćne djelatnosti ubraja se upravljanje portfeljem, investicijsko savjetovanje te pohrana i administriranje u svezi s udjelima u investicijskom fondu i obavljanje poslova servisera.<sup>415</sup>

No, ZAIF donosi i jedan iznimka.<sup>416</sup> Investicijska društva i kreditne institucije koje već imaju odobrenje za rad od HANFA-e ili kreditne institucije kojima je izdano odobrenje za rad u skladu sa zakonom koji uređuje osnivanje i poslovanje kreditnih institucija ne moraju dobiti odobrenje za rad na temelju ZAIF-a kako bi pružali investicijske usluge, kao što je upravljanje portfeljem u vezi s AIF-om, dakle osnovnu djelatnost UAIF-a.

#### 2.2.2.5.1.6. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na veličinu portfelja

Donošenjem ZAIF-a 2018. godine, razvrstavanje UAIF-ova prema veličini imovine kojom upravljaju i kategorijama ulagatelja kojima se nude udjeli pojedinih AIF-ova, obuhvaća tri kategorije. Uz dotadašnju podjelu UAIF-ova na „velike“ i „male“, ovom je zakonodavnom intervencijom uvedena podjela i na novu kategoriju „srednje“ UAIF-ove, pritom uvažavajući specifičnosti mlade fondovske industrije u RH. Kako do 2021. godine u RH nije osnovan niti jedan „mali“ UAIF,<sup>417</sup> zakonodavac je povećao gornji prag malog UAIF-a te posljedično smanjio i donji prag „srednjeg“ UAIF-a, čime se je pridonijelo osnivanju novih UAIF-ova s manjim regulatornim opterećenjima.<sup>418</sup>

---

<sup>412</sup> Članak 11. stavak 3. ZAIF-a.

<sup>413</sup> U administrativne poslove spadaju pravne i računovodstvene usluge u vezi s upravljanjem AIF-om, zaprimanje i obrada upita ulagatelja, vrednovanje imovine i utvrđivanje cijene udjela uključujući i izračun porezne obveze, praćenje usklađenosti s propisima, isplata prihoda ili dobiti, izdavanje i otkup udjela, namirenje ugovornih obveza, vođenje poslovnih evidencija, vođenje registra udjela, obavještanje ulagatelja (članak 11. stavak 4. ZAIF-a).

<sup>414</sup> Članak 11. stavak 4. ZAIF-a, aktivnosti povezane s imovinom: usluge koje su potrebne za ispunjavanje fiducijarnih obveza UAIF-a, upravljanje objektima, aktivnosti upravljanja nekretninama, savjetovanje o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima, kao i savjetovanje i usluge vezane uz spajanja, pripajanja i stjecanja udjela u društvima i ostale usluge povezane s upravljanjem AIF-om i društvima i ostalom imovinom u koju je uložio.

<sup>415</sup> Članak 11. stavak 1. točka 2. ZAIF-a.

<sup>416</sup> Članak 13. stavak 9. ZAIF-a.

<sup>417</sup> Vidi više u nacrtu prijedloga izmjene zakona upućenom Vladi RH 18. lipnja 2021., str. 6., dostupno na: <https://www.google.com/search?q=nacrt+prijedloga+AIF&oq=nacrt+prijedloga+AIF&aqs=chrome..69i57j33i160.4985j0j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8> (5.12.2021.).

<sup>418</sup> Ibid. Na taj način je RH dobila devet novih „malih“ UAIF-ova koji su prije bili klasificirani kao „veliki“ ili „srednji“, kao i dva nova „srednja“ UAIF-a koja su prije bila klasificirana kao „velika“.

„Malim“ UAIF-om smatra se UAIF koji izravno ili neizravno upravlja AIF-ovima čija ukupna imovina ne prelazi 46.452.980,00 EUR-a, uključujući i imovinu stečenu korištenjem financijske poluge. U „mali“ AIF spada i UAIF koji izravno ili neizravno upravlja AIF-ovima čija ukupna imovina ne prelazi prag od 185.811.930,00 EUR-a, pod uvjetom da AIF-ovi kojima upravlja UAIF ne koriste financijsku polugu i ne predviđaju mogućnost ostvarivanja prava isplate tijekom razdoblja od pet godina nakon datuma početnog ulaganja u svaki AIF.<sup>419</sup> „Mali“ UAIF ovlašten je udjele AIF-a kojim upravlja distribuirati isključivo profesionalnim i/ili kvalificiranim ulagateljima.<sup>420</sup> Radi lakšeg osnivanja i poslovanja „malog“ UAIF-a, zakonodavac je predvidio niz iznimaka za „mali“ UAIF<sup>421</sup> od kojih se navode najvažnije:

- a) ne smije obavljati pomoćne djelatnosti, ali smije obavljati i druge djelatnosti izvan djelatnosti „fondova“,
- b) na njega se ne primjenjuju odredbe o dodatnom kapitalu, kada je osnovan kao d.o.o.
- c) ne mora imati nadzorni odbor, može imati samo jednog člana uprave koji vodi poslove i zastupa UAIF, a koji ujedno može biti i član uprave i prokurista drugoga trgovačkog društva te ne mora znati hrvatski jezik,
- d) ne mora ustrojiti kontrolne funkcije,
- e) nije dužan uspostaviti i provoditi politike primitaka te
- f) može prenijeti poslove upravljanja AIF-a na drugi UAIF bez odobrenja HANFA-e (samo uz obavijest).

HANFA ne odobrava niti izbor niti promjenu depozitara. Mali UAIF dužan je jasno upozoriti ulagatelje na zahtjeve koje nije dužan primjenjivati, kao i na rizike koje iz njih mogu prosteći.<sup>422</sup> Usporedbom obveza, ZAIF je potpuno drukčije pristupio reguliranju „malih“ UAIF-ova, rukovodeći se s jedne strane željom da se potakne poduzetništvo, a s druge slijedeći ratio AIFMD, smatrajući da manja ulaganja teže mogu pridonijeti sistemskom riziku. Time su svi bitni razlozi koji su prethodili donošenju AIFMD-a, derogirani kod osnivanja „malih“ UAIF-ova. Analizirajući te odredbe, sve što treba „veliki“ UAIF, „mali“ ne mora. Takvim se pristupom može vrlo lako, osnivanjem više „malih“ UAIF-ova vješto izbjeći transparentnost i pridonijeti značajnijem riziku i za ulagatelje i za zajednicu općenito.

„Srednji“ UAIF je UAIF koji izravno ili neizravno upravlja AIF-ovima čija je ukupna imovina veća od 46.452.980,00 EUR-a, ali ne prelazi prag od 99.543.100,00 EUR-a uključujući i

---

<sup>419</sup> Članak 16. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>420</sup> Članak 16. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>421</sup> Članak 16. stavak 5. ZAIF-a.

<sup>422</sup> Članak 16. stavak 7. ZAIF-a

imovinu stečenu korištenjem financijske poluge, ili upravlja AIF-ovima čija je ukupna imovina veća od 497.710.530,00 EUR-a, pod uvjetom da AIF-ovi kojima upravlja ne koriste financijsku polugu te da ne predviđaju mogućnost ostvarivanja prava na isplatu tijekom razdoblja od pet godina nakon datuma početnog ulaganja u svaki AIF.<sup>423</sup> „Srednji“ UAIF udjele AIF-ova kojima upravlja smije distribuirati isključivo profesionalnim i/ili kvalificiranim ulagateljima.<sup>424</sup>

U odnosu na „mali“ UAIF, „srednji“ UAIF mora ispunjavati viši standard od „malog“ UAIF-a, pa tako mora ustrojiti kontrolne funkcije, ne smije obavljati druge djelatnosti osim onih propisanih u članku 11. stavka 1. točka 2. ZAIF-a (pomoćne djelatnosti). No s druge strane, on ne mora ispunjavati sve uvjete kao što ih mora imati „veliki“ UAIF – kao obvezni Nadzorni odbor ako je osnovan kao d.o.o. kada se udjeli nude javnom ponudom ili, npr. nije dužan uspostaviti i provoditi politike primitaka.<sup>425</sup> Na „srednji“ se UAIF ne primjenjuju posebne odredbe koje se odnose na korištenje financijske poluge i stjecanje kontrole nad neuvrštenim društvima.<sup>426</sup>

„Veliki“ UAIF je UAIF koji izravno ili neizravno upravlja AIF-ovima, putem društava s kojim je UAIF povezan zajedničkim upravljanjem ili kontrolom, ili znatnijim izravnim, ili neizravnim udjelom, a čija ukupna imovina prelazi prag od 99.542.100,00 EUR-a, uključujući imovinu stečenu korištenjem financijske poluge. Veliki UAIF je i AIF koji upravlja AIF-om čija ukupna imovina prelazi prag od 497.710.530,00 EUR-a, pod uvjetom da AIF-ovi, kojima upravlja ne koriste financijsku polugu i u kojima UAIF-ovi nemaju pravo na otkup udjela u razdoblju od pet godina od datuma početnog ulaganja u svaki AIF.<sup>427</sup>

Radi zaštite isključivo malih ulagatelja, zakonodavac je odredio da je UAIF koji upravlja AIF-om koji se distribuira malim ulagateljima, uvijek „veliki“ UAIF, neovisno o veličini imovine AIF-ova pod upravljanjem.<sup>428</sup> U tom smjeru ide i zahtjev zakonodavca prema „malom“ i „srednjem“ UAIF-u ako namjeravaju distribuirati udjele malim ulagateljima. Tada su dužni zatražiti od regulatora odobrenje za rad „velikog“ UAIF-a.<sup>429</sup> Time je zakonodavac omogućio malim ulagateljima veću razinu zaštite i transparentnosti, dok se smatra da profesionalnim ulagateljima to nije potrebno. No, ako profesionalni ulagatelji smatraju da im je potrebna veća

---

<sup>423</sup> Članak 17. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>424</sup> Članak 17. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>425</sup> Članak 17. stavak 3. točka 6. ZAIF-a.

<sup>426</sup> Članak 17. stavak 3. točka 8. ZAIF-a.

<sup>427</sup> Članak 18. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>428</sup> Članak 18. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>429</sup> Članak 19. ZAIF-a.

razina zaštite uvijek mogu postaviti zahtjev za promjenom kategorije ulagatelja po načelu moving between categories.<sup>430</sup>

#### 2.2.2.5.1.7. Alternativni investicijski fondovi prema Pravilniku o vrstama alternativnih investicijskih fondova

Pravilnik o vrstama AIF-ova podrobnije uređuje tipologiju fondova i njihova razlikovna obilježja. VC/PE su podgrupa fondova privatnom ponudom. No pravilnik pobliže uređuje i fondove javnom ponudom. Oni nisu predmet razmatranja ovog rada, no s obzirom na to da su fondovi privatnom ponudom njihov kontrapod, postavlja se pitanje koja su to zajednička obilježja fondova javnom ponudom razlikovna u odnosu na fondove privatnom ponudom.

##### 2.2.2.5.1.7.1 Opća razlikovna obilježja fondova javnom ponudom od fondova privatnom ponudom

Unutar fondova javnom ponudom razlikuju se otvoreni AIF-ovi javnom ponudom<sup>431</sup> i zatvoreni AIF-ovi javnom ponudom i to dvije vrste AIF-a: zatvoreni AIF bez pravne osobnosti i zatvoreni AIF s pravnom osobnošću osnovan u obliku dioničkog društva.<sup>432</sup>

Fondovi javnom ponudom, za razliku od fondova privatnom ponudom, likvidniji su oblik ulaganja s predviđenim češćim „ulazom“ i „izlazom“ ulagatelja i s većim brojem kontrolnih mehanizama u cilju zaštite ulagatelja. To je vidljivo, primjerice iz pravila da se kod otvorenih AIF-ova neto vrijednost po udjelu mora izračunavati i objavljivati za svaki dan vrednovanja u kojem je obavljeno izdavanje ili otkup udjela, a najmanje je jednom mjesečno potrebno omogućiti izdavanje i otkup udjela.<sup>433</sup> Pritom se zahtjev za otkup udjela mora ostvariti najkasnije u roku od sedam radnih dana od dana primitka valjanoga zahtjeva.<sup>434</sup>

S druge strane, kod zatvorenih AIF-ova s javnom ponudom s pravnom osobnošću koji se mogu osnovati samo u obliku d.d. dionice tih fondova nužno je uvrstiti na uređeno tržište, i to u pravilu u roku od 30 dana od osnivanja fonda,<sup>435</sup> čime se također nastoji osigurati da se ulaganjem može tržiti i da je ono likvidno. Nadalje, propisujući pravilnikom dopuštena ulaganja tih fondova, kao

---

<sup>430</sup> Vidi više pod: 2.2.2.5.1.4. Alternativni investicijski fond s obzirom na vrstu ulagatelja, str. 69 i dalje.

<sup>431</sup> Članak 8. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>432</sup> Članak 9. stavak 1. Pravilnika o vrstama AIF.

<sup>433</sup> Članak 8. stavak 2. i 3. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>434</sup> Članak 8. stavak 4. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>435</sup> Članak 9. stavak 2. i 3. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

i brojna investicijska ograničenja koja mora poštovati UAIF, regulator zbog javnog interesa nastoji usmjeriti ulaganje UAIF-ova u što kvalitetnije vrijednosne papire, raspršiti portfelj te time smanjiti izloženost fonda prema pojedinom vrijednosnom papiru, osobito ako je riječ o ulaganjima u financijske izvedenice koje su svojstvene za AIF-ove. Također, ako UAIF usmjerava ulaganja AIF-a prema neuvrštenim vrijednosnim papirima regulator u svrhu lakše kontrole i bolje zaštite ulagatelja, zahtijeva da to bude vidljivo u tvrtki fonda.<sup>436</sup> Zbog specifičnosti portfelja regulator se bavi i uređenjem sastava portfelja i ograničenjima ulaganja u nekretninske fondove koji mogu poslovati samo u obliku zatvorenog AIF-a, pa se detaljnije uređuju njegova ograničenja kada on djeluje kao fond s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine.<sup>437</sup>

#### 2.2.2.5.1.7.2. Podjela alternativnih investicijskih fondova privatnom ponudom

Pravilnik o vrstama AIF-ova u članku 25. uređuje vrste AIF-ova privatnom ponudom. Navedenim člankom propisano je da UAIF u RH može osnovati AIF s privatnom ponudom bilo koje vrste, u skladu s odredbama zakona i odredbama uredbi EU-a,<sup>438</sup> uključujući, ali se ne ograničavajući na tipove fondova koje dalje navodi i to: AIF rizičnog kapitala (engl. private equity), AIF poduzetničkog kapitala (engl. venture capital), AIF s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine, fond fondova, hedge fond, specijalizirani AIF, europski fond poduzetničkoga kapitala i europski fond socijalnoga poduzetništva. Pri tom je nužno napomenuti da su potonja dva fonda uređena posebnim zakonima koji su nastali kao rezultat provedbe dviju europskih uredbi, Zakonom o provedbi Uredbe Europske unije o europskim fondovima poduzetničkog kapitala<sup>439</sup> i Zakonom o provedbi Uredbe Europske unije o europskim fondovima socijalnog poduzetništva.<sup>440</sup>

---

<sup>436</sup> Članak 17. stavak 3. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>437</sup> Članak 23. – 24. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>438</sup> Izmjenom ZAIF-a 2021., određeno je da UAIF može osnovati sve vrste AIF-ova s privatnom ponudom koji imaju strategiju ulaganja iz Uredbe AIFM-a, uključujući i AIF-ove za davanje zajmova (engl. *loan originating funds*). Davanje zajma znači da investicijski fond daje zajmove djelujući kao jedini ili primarni zajmodavac zajmoprimcima, kao što su SME, što može poslužiti kao dodatni kanal gospodarskog oporavka. Vidi više: Nacrt prijedloga Izmjene Zakona upućenom Vladi RH, 18. lipnja 2021., str. 6., dostupno na: <https://www.google.com/search?q=nacrt+prijedloga+AIF&oq=nacrt+prijedloga+AIF&aqs=chrome..69i57j33i160.4985j0j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8> (5.12.2021.).

<sup>439</sup> Zakonom o provedbi Uredbe Europske unije o europskim fondovima poduzetničkog kapitala (Narodne novine, br. 123/2013., 20/2018.)

<sup>440</sup> Zakonom o provedbi Uredbe Europske unije o europskim fondovima socijalnog poduzetništva (Narodne novine, br. 123/2013., 20/2018.).

### 2.2.2.5.1.7.3. Opća pravila primjenjiva na sve alternativne investicijske fondove privatnom ponudom

Pravilnik uređuje pojedina pitanja jednoznačno za sve AIF-ove privatnom ponudom, neovisno o tome o kojem je podtipu riječ. Tako u članku 26. stavka 1. Pravilnika, regulator propisuje koje podatke moraju/mogu sadržavati pravila AIF-a.

UAIF je dužan u pravilima AIF-a s privatnom ponudom opisati: a) investicijsku strategiju i ciljeve AIF-a, b) vrstu imovine u koje AIF može ulagati, tehnike za učinkovito upravljanje imovinom koje može koristiti i ograničenja ulaganja, c) upravljanje rizicima za pojedini AIF, profil rizičnosti AIF-a i stupanj razlikovanj rizika ulaganja, d) okolnosti u kojima AIF može koristiti financijsku polugu, vrstu, izvor i razinu dopuštene financijske poluge, povezanih rizika, svih ograničenja u vezi s korištenjem financijske poluge, svih postupaka u vezi s ponovnom upotrebom kolaterala i imovine te maksimalnu razinu financijske poluge koju UAIF ima pravo koristiti za AIF.

S druge strane, prema članku 26. stavak 2. Pravilnika, UAIF može u pravilima AIF-a s privatnom ponudom propisati: a) najmanji ili najveći dopušteni broj ulagatelja, b) odbor kojeg čine predstavnici ulagatelja, poslove koje obavlja, način rada i broj njegovih članova i c) rok za pristup novih ulagatelja AIF-u, ako je AIF osnovan na određeno vrijeme.<sup>441</sup>

U članku 27. stavak 1. Pravilnika, regulator uređuje na općeniti način i od čega se može sastojati imovina AIF-a s privatnom ponudom, što vrijedi za sve AIF-ove privatnom ponudom – pa određuje da se imovina može sastojati od „bilo koje vrste imovine koja je izričito predviđena pravilima AIF-a, a u skladu s investicijskom strategijom i ciljevima AIF koji su opisani u pravilima AIF-a“. Ovdje je zakonodavac znatno iskoračio u odnosu na prethodno uređenje pravilnika kojim je bilo točno pobrojano od čega se može sastojati imovina. Istim je člankom Pravilnika određeno kada UAIF može naplaćivati ulaznu ili izlaznu naknadu kod ulaganja AIF-a u udjele drugih investicijskih fondova (čl. 27. st. 2. i 3.).

Bitna novost koju uvodi Pravilnik o vrstama AIF-a su uvjeti pod kojima AIF ili UAIF za račun AIF-a, može u svrhu ostvarivanja investicijske strategije koristiti subjekte posebne namjene.

---

<sup>441</sup> Izmjenom Pravilnika o vrstama AIF-a iz 2022. godine (članak 20.) ukinuta je odredba o najnižem iznosu obveze uplate pojedinog ulagatelja u AIF s privatnom ponudom.

Subjekt posebne namjene (SPV)<sup>442</sup> je subjekt koji je osnovan ili koji se stekne isključivo radi provođenja ulaganja AIF-a. U osnivačkom aktu nužno je navesti da je riječ o SPV-u koji je osnovan isključivo radi provođenja ulaganja AIF-a, ili je UAIF dužan osigurati izmjenu osnivačkog akta u tom smislu, i koji se može osnovati u RH ili u državi koja nije uvrštena na popis FATF-a<sup>443</sup> kao država ili teritorij koji ne surađuje. AIF ili UAIF je dužan za račun AIF-a osigurati kontrolni utjecaj nad SPV-m te da svako ulaganje provedeno putem SPV-a bude u skladu s investicijskom strategijom, ciljevima i ograničenjima ulaganja AIF-a te odlukom o ulaganju, kada je primjenjivo.<sup>444</sup> Ako AIF ili UAIF za račun AIF-a stječe SPV u svrhu njegova korištenja radi provođenja ulaganja AIF-a, dužan je osigurati da imovina AIF-a ne bude opterećena postojećim obvezama takvog subjekta, osim ako je preuzimanje takvih obveza nužno za provedbu ulaganja i u najboljem jr interesu ulagatelja AIF-a.<sup>445</sup> Pravilnikom o vrstama AIF-ova određena je obveza da pravila AIF-a moraju sadržavati podatak može li UAIF koristiti SPV za ostvarivanje ulaganja AIF-a kao i oblik u kojem se takvi subjekti mogu osnovati.<sup>446</sup> HANFA može kao posebnu nadzornu mjeru naložiti konsolidaciju financijskih izvještaja SPV-a s financijskim izvještajima AIF-a.<sup>447</sup>

#### 2.2.2.5.1.7.4. Posebna pravila za alternativni investicijski fond rizičnog kapitala (engl. private equity)

AIF rizičnog kapitala (engl. private equity) definiran je člankom 29. Pravilnika o vrstama AIF-ova kao AIF s privatnom ponudom, čija se imovina pretežno ulaže u poslovne subjekte u cilju optimiziranja njihove poslovne i financijske uspješnosti, a u očekivanju ostvarivanja povrata na uložena sredstva.

Ulaganja moraju biti u obliku vlasničkih instrumenata ili instrumenata nalik na vlasničke.<sup>448</sup> Pravilnik navodi primjere instrumenata nalik vlasničkim instrumentima, i to: podređene zajmove (engl. subordinated loans), tiho sudjelovanje (engl. silent participation), sudjelujuće

---

<sup>442</sup> Članak 28. stavak 2 Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>443</sup> FATF je stručna skupina za financijsko djelovanje – međuvladino tijelo osnovano u cilju razvijanja politika za sprječavanje pranja novca, financiranja terorizma i s njima povezanim aktivnostima koje predstavljaju prijetnju integritetu međunarodnoga financijskog sustava (članak 4. stavak 1. točka 48. ZAIF-a).

<sup>444</sup> Članak 28. stavak 3. i 4. Pravilnika o vrstama AIF.

<sup>445</sup> Članak 28. stavak 6. Pravilnika o vrstama AIF.

<sup>446</sup> Članak 28. stavak 7. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>447</sup> Članak 28. stavak 8. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>448</sup> Članak 29. stavak 3. Pravilnika o vrstama AIF-ova propisuje da su: „instrumenti nalik na vlasničke obuhvaćaju vrstu instrumenata financiranja koja je kombinacija vlasničkog kapitala i duga, pri čemu je povrat od instrumenta povezan s dobiti ili gubitkom poslovnog subjekta u koji je AIF uložio, a otplata instrumenta u slučaju neispunjavanja obveza nije potpuno osigurana“.

zajmove (engl. participating loans), pravo na udio u dobiti (engl. profit participation rights), zamjenjive obveznice (engl. convertible bonds) i obveznice s varantima (engl. bonds with warrant). Kao moguću dopunu, ali ne i zamjenu za njih, iz imovine AIF-a rizičnog kapitala dopušteno je davati osigurane ili neosigurane zajmove, kao što je financiranje premošćivanjem (engl. bridge financing)<sup>449</sup> koji su odobreni poslovnom subjektu u koji je već AIF rizičnog kapitala uložio te pod uvjetom da se za te zajmove ne upotrebljava više od 30 % veličine AIF-a.<sup>450</sup>

Private equity (PE) može se osnovati samo na određeno vrijeme i svojim pravilima mora propisati minimalni broj ulagatelja i dinamiku ulaganja te predvidjeti postupanje kada ulagatelj ne izvrši uplatu kapitala na poziv UAIF-a.<sup>451</sup> Ulagatelji u PE mogu biti profesionalni ulagatelji, ili ulagatelji koji se na vlastiti zahtjev mogu tretirati kao profesionalni ulagatelji te kvalificirani ulagatelji.<sup>452</sup> UAIF mora najmanje 70 % imovine AIF-a rizičnog kapitala, a to je iznos koji se dobije nakon što se odbiju relevantni troškovi,<sup>453</sup> uložiti u vlasničke instrumente ili instrumente nalik vlasničkim instrumentima. UAIF se za račun AIF-a može zaduživati, izdavati dužničke instrumente ili pružati jamstva, no samo ako su ona, kao i najveći iznos financijske poluge, navedeni u pravilima AIF-a.<sup>454</sup>

Upravo zbog činjenice da im je dopušten širok spektar instrumenata u koji mogu ulagati, kao i to da im opseg ulaganja ovisi o pravilima dogovorenim između samih ulagatelja, kao i najviši iznos financijske poluge, zakonodavac im je dodatno naglasio postupke i mehanizme koje su dužni propisati i pridržavati ih se, a sve u cilju zaštite ulagatelja kao i prevencije od sistemskog rizika.<sup>455</sup> Zbog toga je propisano da će UAIF u pravilima propisati postupke i mehanizme kojima će ulagateljima omogućiti: a) sudjelovanje u potvrđivanju odluke o izboru revizora, b) sudjelovanje u odlučivanju u promjeni investicijske strategije i/ili ciljeva, c) sudjelovanje u usvajanju financijskih izvještaja AIF-a, d) donošenju odluke o prijenosu prava poslova

---

<sup>449</sup> Engl. *bridge financing*, pod tim se pojmom u poslovnoj praksi podrazumijeva vrsta kratkoročnoga kredita (osigurani ili neosigurani) koji se obično uzima na rok od dva tjedna do tri godine do dogovora o većem ili dugoročnijem financiranju.

<sup>450</sup> Članak 30. stavak 4. Pravilnika o vrstama AIF-ova definira veličinu AIF-a kao ukupno uplaćeni kapital i obveze uplate kapitala na poziv ulagatelja u roku utvrđenim pravilima ili osnivačkim aktima AIF-a.

<sup>451</sup> Članak 30. stavak 3. i 4. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>452</sup> Članak 4. stavak 3. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>453</sup> Postotak imovine izračunava se na temelju članka 31. stavak 2. i 4. Pravilnika o vrstama AIF-a, koji definira relevantne troškove kao sve naknade, pristojbe i izdatke koje izravno ili neizravno snose ulagatelji i koji su dogovoreni između UAIF-a i ulagatelja AIF-a rizičnog kapitala.

<sup>454</sup> Članak 31. stavak 6. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>455</sup> Članak 32. Pravilnika o vrstama AIF-a.



upravljanja na drugi UAIF, e) davanju drugih suglasnosti i odobrenja, f) dobivanje informacija o stanju imovine AIF-a, investicijskim mogućnostima ili o drugim okolnostima bitnim za upravljanje imovinom AIF-a.

2.2.2.5.1.7.5. Posebna pravila za alternativni investicijski fond poduzetničkog kapitala (engl. venture capital)

AIF poduzetničkog kapitala (engl. venture capital) člankom 33. Pravilnika o vrstama AIF-ova definiran je kao 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 etapama poslovanja, a prema procjeni UAIF-a pokazuju potencijal za rast i širenje poslovanja. Pravilnik definira da je to poslovni subjekt (portfeljno društvo):<sup>456</sup> a) koji nije uvršten niti se njime trguje na uređenom tržištu ili multilateralnoj trgovinskoj platformi u smislu zakona koji uređuje tržište kapitala u RH, državi članici i/ili trećoj državi, u vrijeme kada se isti stječe za račun AIF-a, b) koji ima manje od 250 zaposlenih radnika, ostvaruje manje od 50 milijuna EUR-a prihoda godišnje i čija ukupna aktiva iznosi najviše 43 milijuna EUR-a, c) nije subjekt za zajednička ulaganja, d) nije kreditna institucija, financijski niti mješoviti holding, nije investicijsko niti osiguravajuće društvo te e) koji ima sjedište u RH, drugoj državi članici ili u trećoj državi.

UAIF je ovlašten nuditi udjele VC-a profesionalnim ulagateljima, ulagateljima koji se na vlastiti zahtjev mogu tretirati kao profesionalni ulagatelji te kvalificiranim ulagateljima, a iznimno, uplate ulagatelja mogu biti i višekratne.<sup>457</sup>

Ulaganja VC-a moraju biti, kao i ulaganja AIF-a rizičnog kapitala, u obliku vlasničkih instrumenata ili instrumenata nalik vlasničkim.<sup>458</sup> Kao njihova dopuna dopušteno je, kao i kod AIF rizičnog kapitala, davati osigurane ili neosigurane zajmove (engl. bridge financing), ali isključivo poslovnom subjektu u koji je VC već uložio, pod uvjetom da se za takav zajam ne upotrebljava više od 30 % veličine VC-a.

Najmanje 70 % imovine VC-a mora se uložiti u vlasničke instrumente ili instrumente nalik vlasničkim instrumentima i to: a) one koje je izdao poslovni subjekt, a AIF ih je stekao izravno od poslovnog subjekta, ili ih je stekao u zamjenu za vlasnički instrument kojeg je izdao poslovni

---

<sup>456</sup> Članak 34. stavak 6. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>457</sup> Članak 33. stavak 4. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>458</sup> Članak 33. stavak 2. Pravilnika o vrstama AIF-a

subjekt, ili koje je izdao subjekt koji je većinski vlasnik poslovnog subjekta, b) u osigurane ili neosigurane zajmove koje VC daje poslovnom subjektu u kojem AIF već ima ulaganje pod uvjetom da se za takve zajmove ne upotrebljava više od 30 % veličine AIF-a, c) poslovne udjele ili dionice poslovnog subjekta stečene od postojećih imatelja udjela ili dionica tog subjekta, d) dionice ili udjele jednog ili više drugih VC-ova, pod uvjetom da ti VC-ovi i sami nisu uložili više od 10 % veličine AIF-a u VC-ove.<sup>459</sup>

Ono što uvelike razlikuje VC od PE-a jest odredba koja izrijeком zabranjuje uporabu financijske poluge,<sup>460</sup> i to upravo iz razloga kako bi se osiguralo da ti fondovi ne pridonese razvoju sistemskog rizika, te da se AIF u svojim ulagačkim aktivnostima koncentrira na ulaganje u poslovni subjekt. UAIF-u koji upravlja takvim AIF-om dopušteno je samozaduživanje, izdavanje dužničkih financijskih instrumenata ili pružanje jamstva na razini AIF-a, uz uvjet da u pokriveni obvezom uplate kapitala na poziv i da ne dovode do povećanja izloženosti AIF-a, iznad razine obveze uplate kapitala.<sup>461</sup>

#### 2.2.2.5.1.7.6. Posebna pravila za alternativni investicijski fond s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine

AIF s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine je AIF čija se imovina u skladu s pravilima AIF-a, pretežno sastoji od nekretnina ili imovine koja se smatra nekretninama. Ovaj se AIF može osnovati samo kao zatvoreni AIF i mora u svom nazivu imati riječi „za ulaganje u nekretnine“, te najmanje 70 % neto vrijednosti imovine mora biti uloženo u nekretnine ili imovinu koja se smatra nekretninama.<sup>462</sup>

#### 2.2.2.5.1.7.7. Posebna pravila za specijalizirani alternativni investicijski fond

Specijalizirani AIF je AIF s privatnom ponudom koji se specijalizira za ulaganje u pojedinu industriju ili područje (npr. održivi razvoj, ekologiju, tehnologiju, promet i drugo) ili u pojedine robe (npr. plemenite metale, umjetnine, nakit, drago kamenje i dr.). Pravilnikom je određeno da najmanje 70 % neto vrijednosti AIF-a mora biti uloženo u specifično područje koje je

---

<sup>459</sup> Članak 34. stavak 7. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>460</sup> Članak 34. stavak 3. Pravilnika o vrstama AIF-a. Za pojam financijska poluga vidi bilj. br. 1. Izračun i metode financijske poluge propisane su Uredbom AIFM (članak 6. stavak 1.) određuje da se financijska poluga izračunava kao omjer između izloženosti AIF-a i njegove neto vrijednosti imovine.

<sup>461</sup> Članak 34. stavak 4. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>462</sup> Članak 35. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

predmet ulaganja AIF-a te da u svom nazivu AIF mora uključivati specifično područje koje je predmet ulaganja AIF-a.<sup>463</sup>

U nastavku se rada daje tablični prikaz AIF-ova u RH primijenjujući opisane kriterije, poput: vrste ponude, (ne)postojanja pravne osobnosti, odabira pravnog oblika pravne osobe, profil ulagatelja te način upravljanja fondom. Njime se nastoji prikazati koliko je tipologija AIF-ova različita te potaknuti bolje razumijevanje i snalaženje u njezinoj raznolikosti i složenosti.

---

<sup>463</sup> Članak 36. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

**PREGLED TIPOLOGIJE ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

S JAVNOM PONUDOM	OTKUPIV OST UDJELA				
		PРАВNA OSOBNOST	ULAGATELJI	UPRAVITELJI	UAIF
	OTVORENI DA	Bez pravne Osobnosti	Mali / profesionalni / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim	Vanjski	Veliki / mali, srednji, veliki
	ZATVORENI NE	Osnovan kao d.d.	Mali / profesionalni / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim	Vanjski / unutarnji	Veliki / mali, srednji, veliki
	ZATVORENI ZA ULAG. U NEKRET. NE	Osnovan kao d.d.	Mali / profesionalni / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim	Vanjski / unutarnji	Veliki / mali, srednji, veliki
S PRIVATNOM PONUDOM					
AIF RIZIČNOG KAPITALA – PRIVATE EQUITY	ZATVORENI / OTVORENI DA/NE	d.d., d.o.o., k.d., bez pravne osobnosti / bez pravne osobnosti	kvalificirani ulagatelji / profesionalni ulagatelji / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim ulagateljima / član uprave i zaposlenik UAIF-a koji upravlja AIF-om	Vanjski – unutarnji / vanjski	Mali, srednji, veliki
AIF PODUZETNIČKOG KAPITALA – VENTURE CAPITAL	ZATVORENI / OTVORENI DA/NE	d.d., d.o.o., k.d., bez pravne osobnosti / bez pravne osobnosti	Kvalificirani ulagatelji / profesionalni ulagatelji / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim ulagateljima / član uprave i zaposlenik UAIF-a koji upravlja AIF-om	Vanjski – unutarnji / vanjski	Mali, srednji, veliki
AIF S PRIVATNOM PONUDOM ZA ULAGANJE U NEKRENTINE	ZATVORENI / OTVORENI DA/NE	d.d., d.o.o., bez pravne osobnosti / bez pravne osobnosti	Kvalificirani ulagatelji / profesionalni ulagatelji / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim ulagateljima / član uprave i zaposlenik UAIF-a koji upravlja AIF-om	Vanjski – unutarnji / vanjski	Mali, srednji, veliki
FOND FONDOVA	ZATVORENI / OTVORENI DA/NE	d.d., d.o.o., bez pravne osobnosti / bez pravne osobnosti	Kvalificirani ulagatelji / profesionalni ulagatelji / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim / član uprave i zaposlenik UAIF-a koji upravlja AIF-om	Vanjski – unutarnji / vanjski	Mali, srednji, veliki
HEDGE FOND	ZATVORENI / OTVORENI DA/NE	d.d., d.o.o., k.d., bez pravne osobnosti / bez pravne osobnosti	Kvalificirani ulagatelji / profesionalni ulagatelji / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim ulagateljima / član uprave i zaposlenik UAIF-a koji upravlja AIF-om	Vanjski – unutarnji / vanjski	Mali, srednji, veliki
SPECIJALIZIRANI FOND	ZATVORENI / OTVORENI DA/NE	d.d., d.o.o., k.d., bez pravne osobnosti / bez pravne osobnosti	Kvalificirani ulagatelji / profesionalni ulagatelji / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim ulagateljima / član uprave i zaposlenik UAIF-a koji upravlja AIF-om	Vanjski – unutarnji / vanjski	Mali, srednji, veliki
EUROPSKI FOND PODUZETNIČKOG KAPITALA	ZATVORENI / OTVORENI DA/NE	d.d., d.o.o., bez pravne osobnosti / bez pravne osobnosti	Kvalificirani ulagatelji / profesionalni ulagatelji / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim ulagateljima	Vanjski – unutarnji / vanjski	Mali, srednji, veliki
EUROPSKI FOND SOCIJALNOG PODUZETNIŠTVA	ZATVORENI / OTVORENI DA/NE	d.d., d.o.o., bez pravne osobnosti / bez pravne osobnosti	Kvalificirani ulagatelji / profesionalni ulagatelji / na vlastiti zahtjev se mogu smatrati profesionalnim ulagateljima	Vanjski – unutarnji / vanjski	Mali, srednji, veliki

### 3. PRAVNO STRUKTURIRANJE ULAGANJA ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U PORTFELJNA DRUŠTVA

S obzirom na to da su u središtu istraživanja PE-i i VC-i kao fondovi specifično dizajnirani za rizičnija ulaganja u trgovačka društva, u nastavku će se rada izložiti strukturiranje transakcija tih fondova te razlozi koji dovode do takvog načina strukturiranja, kao i posljedice koje nose. Zbog njihove uloge mehanizma alternativnog financiranja gospodarske djelatnosti oni su snažni i vrlo važni pokretači gospodarskoga rasta i razvoja. U RH su relativno nova pojava, no u inozemnoj poslovnoj praksi, posebno u zemljama anglosaksonskog kruga postoje već više od jednoga stoljeća.

#### 3.1. Sudionici i osobitosti ulaganja pojedinih vrsta fondova

Private Equity fondovi (PE) i Venture Capital fondovi (VC) razlikuju se prema trenutku investicijskog ciklusa u kojem fond ulazi u društvo.<sup>464</sup> VC fondovi ulaze u portfeljna društva koja su tek osnovana (engl. startup)<sup>465</sup> ili u početnim etapama poslovanja (engl. early stage), a prema procjeni UAIF-a pokazuju potencijal za rast i širenje. Kod startup ulaganja VC može pribaviti seed money,<sup>466</sup> kojim se financira istraživanje i razvoj novog proizvoda, no kada ta etapa završi, dolazi druga etapa tzv. early stage<sup>467</sup> u kojoj je društvo poduzetnik spremno izaći sa svojim novim, inovativnim proizvodom na tržište. Venture kapital se obično naziva innovation money,<sup>468</sup> a upravitelji i fondovi onima koji daju dodatnu vrijednost - poduzetničkim društvima. Upravitelji VC-a daju veliki doprinos u povećavanju vrijednosti društva za koje osiguravaju financiranje, marketing, administraciju, strateške savjete kao i pomoć i podršku u pronalaženju odvjetnika, investicijskih bankara i organizacija koje imaju isti interes ili su u istoj industrijskoj grani kao i društvo.<sup>469</sup> VC u mnogočemu pomažu portfeljnom društvu, no to

---

<sup>464</sup> Definicija ili pojam načina prikupljanja kapitala ili omogućavanja financiranja u etapama nosi različite nazive kroz različita zakonodavstva zemalja u skladu s njihovim pozitivnim propisima i načinima na koje se transakcije obavljaju; Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25, str. 4-36.

<sup>465</sup> *Start up* društva karakterizira velika operativna izloženost i visok stupanj informacijske asimetrije koja su osnovana manje od godinu dana te imaju jedan proizvod bez iskazanog marketinškog potencijala. Uspjeh takvih društava ovisi ponajviše o poduzetniku, pa je rezultat odabira takvog ulaganja vrlo neizvjestan – rizičan (engl. *adverse selection*), te je procjena UAIF-a o odabiru ulaganja jako bitna. Vidi više: *ibid.*, str. 4-36.

<sup>466</sup> Levin, Jack S., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, op. cit., bilj. br. 7., str. 1-8., Čulinović-Herc, Edita, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, op. cit., bilj. br. 34., str. 55-59.

<sup>467</sup> Parhankangas, Annaleena, *An overview of research on early-stage venture capital: Current Status and future directions*, u: Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., pogl. 10., str. 253-280., str. 256.

<sup>468</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 4-36, str. 4.

<sup>469</sup> David, J. Denis, op. cit., bilj. br. 24.

naravno ne rade besplatno.<sup>470</sup> Uska povezanost VC-a s portfeljnim društvom zahtijeva i troši mnogo energije od poduzetnika portfeljnog društva s jedne strane, a s druge uvelike sužava njegova upravljačka i kontrolna prava. S obzirom na to da VC ulaže u transakcije u cilju brzog povrata ulaganja takav ga izvor načina financiranja portfeljnog društva, kao financiranje vanjskim kapitalom, čini poprilično skupim za portfeljno društvo. No, to treba staviti u omjer s pogodnostima koje time postiže portfeljno društvo.

Za razliku od VC-a, PE-ovi ulažu u poslovne subjekte u cilju optimiziranja njihove poslovne i financijske uspješnosti, u očekivanju realiziranja povrata na uložena sredstva. To su društva koja su već osnovana i posluju, no kojima je kapital potreban za širenje, ili društva kojima su potrebna sredstva radi restrukturiranja zbog problema koje imaju s likvidnošću. Katkada se PE udružuju u konzorcij ili sindikat, tj. syndication u cilju prikupljanja većeg iznosa kapitala, no s druge strane i zbog diverzifikacije ulaganja (kako bi izbjegli eventualnu pogrešku u procjeni ulaganja).<sup>471</sup> To je kapital koji premašuje iznos koji društvo može osigurati iz tradicionalnih izvora financiranja. Radi se o tzv. growth equity transactions. Ako društvo ima problema s likvidnošću, tada AIF ulaže kako bi mu poboljšao likvidnost i omogućio daljnji rast i razvoj te daljnju stabilizaciju poslovanja, tzv. rescue/turn-around investments.<sup>472</sup> Tada se govori o društvima u poteškoćama, tzv. distressed companies, tj. društvu prijete strateška poteškoća, operativna ili financijska koja u konačnici dovodi do stečaja ili njegove likvidacije. AIF tada koristi tzv. distressed / special situations strategije koje predstavljaju ulaganje u vlasničke ili dužničke vrijednosne papire.<sup>473</sup> Ako je društvo bitno za neku gospodarsku granu, tada AIF ulaže na način da preuzima sve udjele u tom društvu, tzv. buy out (ili većinski dio, ali odjednom) ili roll-up transakcijama (gdje se udjeli preuzimaju postupno). Ako je riječ o tzv. leveraged buyout transakciji, tada AIF ulaže manji dio imovine samog AIF-a, a za veći se dio zadužuje (uobičajeno se financira od 60 do 90 % iz duga, pa im otuda potječe i naziv leveraged buyout,

---

<sup>470</sup> VC/PE upravitelji imaju dvije vrste naknade: fiksnu naknadu (kao postotak od veličine fonda) i postotak po uspjehu - performance fee (*the carried interest percentage*). Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 22., str. 176-177.

<sup>471</sup> Leleux, Benoit F., The performance of venture capital investments, u: Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8, pogl. 9., str. 236-252., str. 237.

<sup>472</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25, str. 324-325.

<sup>473</sup> To ulaganje obuhvaća i dvije podstrategije: 1. *distressed-to control* ili *Loan-to Own strategiju*, rezultat čega je da bi AIF trebao kontrolirati vlasnički kapital te 2. *special situations* ili *turn-around strategiju*, tzv. „rescue financing“, prema kojoj AIF osigurava dužnički i vlasnički kapital. Vidi više: Derenčinović Ruk, Morana, Restrukturiranje društva u poteškoćama i tržište kapitala – vrste i upravljanje sukobom interesa, Zbornik pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39. br. 4. (Posebni broj), (2018), str. 1655-1689., str. 1664.

dok se ostalih od 40 do 10 % ulaže iz imovine samog AIF-a).<sup>474</sup> Buyout omogućuje portfeljnom društvu da s pomoću kapitala preuzme kontrolu nad društvom<sup>475</sup> te označava financiranje u kojem se očekuje značajan doprinos portfeljnog društva – poduzetnika, da utječe na rezultat svojim specifičnim znanjem u tom dijelu industrije, tehnologije i sl., dok se od UAIF PE očekuje da društvu pribavi kapital po što nižoj cijeni. U takvim transakcijama UAIF mora uložiti velike napore kako bi ostvario povrat na ulaganje.<sup>476</sup> No, uspjeh ovisi ne samo o UAIF-u, već i portfeljnom društvu – poduzetniku, stoga je proces bremenit moralnim hazardom<sup>477</sup> koji nastaje kao posljedica sukoba interesa.<sup>478</sup>

PE ulaganje odlikuje i cikličnost. PE ulažu u intervalima kada se zajmovi mogu dobiti relativno jeftino, a kako se često zadužuju imaju i bolji pristup tržištu, pa time i relativno bolje uvjete od ostalih ulagatelja.<sup>479</sup> S obzirom na to da se AIF-ovi koji su bili osnovani za to posebno ulaganje gase po proteku od 7 do 10 godina (kada je po mišljenju UAIF-a to ulaganje prestalo donositi prinos) tada UAIF osniva nove PE/AIF-ove.<sup>480</sup> Takav način rada proistječe iz potrebe privlačenja novih ulagatelja, jer samo oni AIF-ovi koji mogu svojim ulagateljima prikazati povijesni prinos na svoja ulaganja, bit će puno interesantniji ulagateljima za razliku od nekog AIF-a/UAIF-a koji je tek nastao. Stoga, UAIF osniva novi AIF, dok je „stari“ AIF pri kraju ulaganja ili se nazire dobar rezultat od prethodnog ulaganja i time privlači potencijalne nove ulagatelje.<sup>481</sup> Jedan UAIF može upravljati s više AIF-ova i tako može iskoristiti *economy of scope and scale*.<sup>482</sup>

---

<sup>474</sup> Vidi više o pojmu LBO-a pod bilj. 32. Više o vrstama LBO-a transakcija vidi i: Prelič, Saša, Zubović, Antonija, Pravno uređenje kupnje dionica ciljnog društva zaduživanjem (LBO transakcije), Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29, br. 1(2018), str. 301-331.

<sup>475</sup> Postoje različitosti u organizaciji i interesima PE fondova, no oni uobičajeno prate relativno konvencionalne strategije ulaganja, kupovanja i prodaje portfeljnih društava. Najčešći oblik ulaganja PE je *buyout* gdje PE preuzima udjel u portfeljnom društvu, uobičajeno na način da stekne kontrolu ili kompletno vlasništvo i to u društvima koja su se relativno nedavno razvila: Vidi više: McVea, Harry, United Kingdom, u: Wymeersch, Eddy, (ed.), op. cit., bilj. br. 89., str. 373.

<sup>476</sup> Financiranje putem duga je atraktivnije za takva društva, jer je tu UAIF aktivan i on pribavlja sredstva.

<sup>477</sup> Moralni hazard se iskazuje kao zanemarivanje dužnosti ili prikriivanje informacija poduzetnika koji razvija proizvod ili je nositelj ideje inovacije kako bi ostvario neke ekonomske koristi. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 46-55.

<sup>478</sup> Javlja se, primjerice, u situaciji kada poduzetnik smatra da treba dalje razvijati proizvod te ulagati dobit u razvoj dok s druge strane AIF smatra da treba isplatiti dobit jer je to interes njegovih ulagatelja.

<sup>479</sup> Prosječno trajanje jednog intervala je oko dvije godine. Vidi više: Sommer, Claudia, *Private Equity Investments: Drivers and Performance Implications of Investment Cycles*, Springler Gabler, 2013., str. 130.

<sup>480</sup> UAIF uobičajeno svakih od dvije do pet godina osniva nove fondove. Vidi više: *ibid.*, str. 1254.

<sup>481</sup> *Ibid.*, str. 1246.

<sup>482</sup> *Economy of scale* koncept je kojem je u središtu razmatranja učinkovitost proizvodnje koja se povećava s količinom proizvedenih proizvoda, dok je kod *economy of scope* u središtu razmatranja prosječan totalni trošak proizvodnje različitih proizvoda. U našem fondovskom smislu, veliki UAIF uobičajeno upravlja sa stotinama fondova te ih obično vodi pod imenom grupacije – branda kao Fidelity, Cerberus. Vidi više: *ibid.*, str. 1239.

Nadalje, VC/PC za svako ulaganje osnivaju društvo posebne namjene SPV-ove (engl. Special Purpose Vehicle).<sup>483</sup> Svrha je osnivanja takvih SPV-ova diverzifikacija ulaganja UAIF-a i zaštita ulagatelja. SPV-ovi ne traju duže od 10 godina, odnosno u pravilu se ulaže od tri do pet godina i to je period intenzivnog ulaganja u portfeljno društvo nakon kojeg dolazi do razdoblja postupnog dezinvestiranja. Kada se okonča ulaganje prestaje i SPV, jer je tada AIF ispunio svoj ulagateljski cilj i u pravilu ostvario povrat na ulaganje.

Vrijeme za „izlazak“ iz ulaganja, tzv. disinvestment process je onda kada UAIF procijeni da će ostvariti prihod od ulaganja za ulagatelje ili kada ulaganje počinje stagnirati.<sup>484</sup> Ono označava prodaju VC-a/PE-a ulaganja poznato kao exit, kao središnji dio investicijskog procesa VC-a/PE-a koji UAIF VC/PE pomno analizira već na samom početku transakcije.<sup>485</sup> Iako se način izlaska AIF-a iz ulaganja ne dogovora unaprijed s portfeljnim društvom, niti je on dio ugovornih odredbi između poduzetnika i UAIF-a, o njemu UAIF itekako vodi računa pri ugovaranju i „ulaska“ u portfeljno društvo. Prvenstveni razlog zašto VC/PE planira „izlazak“ iz ulaganja jest taj što su njihova ulaganja vremenski ograničena te VC/PE mora ispregovarati odredbe koje će mu omogućiti željeni način „izlaska“ iz portfeljnog društva. Pri tome, UAIF stavlja u korelaciju način „izlaska“ iz društva i alokaciju upravljačkih prava između UAIF-a i poduzetnika, vrijeme „izlaska“ iz ulaganja, izbor između parcijalnog „izlaska“ ili „izlaska“ u cijelosti te anticipira vrijednost ulaganja - očekivanog i ostvarenog. S obzirom na to da portfeljna društva u koje VC/PE ulažu nemaju tekuće likvidnosti da plate kamate na dug ili dividendu, VC/PE se pouzdaju samo u eventualnu dobit koju će ostvariti nakon „izlaska“ iz ulaganja u portfeljno društvo.

Jedan je od razloga planiranja unaprijed „izlaska“ iz transakcije i sprječavanje mogućeg sukoba interesa, zbog kojeg bi bio otežan ili onemogućen „izlazak“ VC/PE iz transakcije. Uzmemo li primjer ulaganja VC-a u neko startup portfeljno društvo – VC smatra da nije ispunjen cilj ulaganja, da ono više ne donosi dobit te da zbog zaštite interesa ulagatelja treba okončati transakciju, dok portfeljno društvo (koje je možda usmjereno na istraživanje, a ne na komercijalizaciju) smatra da treba još ulaganja i vremena da dođe do krajnjeg cilja – finalnog razvoja proizvoda. Ili ako portfeljno društvo smatra da treba dobit uložiti u daljnji rast i razvoj

---

<sup>483</sup> Vidi više o SPV, str. 80.

<sup>484</sup> „Don't congratulate me when I buy it, congratulate me when I sell it.“ Henry Kravis, co-founder of 'Kohlberg, Kravis, Roberts & Co.' (KKR).

<sup>485</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 3.



društva, dok VC procjenjuje da daljnji razvoj portfeljnog društva nije moguć ili je jednostavno vrijeme njegova AIF-a isteklo i on mora svoje ulaganje unovčiti. UAIF stoga unaprijed osigurava, kroz ugovorne odredbe pri ulasku u transakciju, s portfeljnim društvima da se može povući iz ulaganja kada UAIF smatra da je vrijeme za „izlazak“ kako bi zaštitio svoje ulagatelje te im u određenom trenutku osigurao najveći prinos – u skladu s njegovom osnovnom dužnosti – postupati isključivo u najboljem interesu ulagatelja. U nastavku rada će se analizirati najčešći oblici exita koje koriste VC-i/PE-ovi, njihov razvoj u poslovnoj praksi, gdje Sjedinjene Američke Države (u daljnjem tekstu: SAD) predstavljaju golden standard razvoja tehnika pregovaranja i strukturiranja takvih transakcija. Najčešći „uspješni načini izlaska iz ulaganja“ VC-a/PE-a su inicijalna javna ponuda dionica (engl. Initial Public Offering) i prodaja svih udjela/dionica portfeljnog društva VC-a/PE-a (engl. mergers and acquisitions exit). Prikazat će se i načini izlaska iz ulaganja kada VC/PE ocijeni da ulaganje nije prosperitetno te nastoji zaštititi svoje dotadašnje ulaganje putem, tzv. secondary buyouts, buy-back transactions, otpis (engl. write off) te parcijalnog izlaska.

Jedan od načina na koji UAIF izlazi iz ulaganja jest putem inicijalne javne ponude dionica - Initial Public Offering – IPO. Portfeljno društvo izlazi na uvršteno tržište i prodaje dio svojih dionica. Time portfeljno društvo prikuplja svježi kapital, ali dobiva i nove članove društva. Kada se jednom društvo uvrsti na tržište, AIF može u svako doba istupiti iz društva prodajući svoje dionice.<sup>486</sup> No kako ne bi došlo do pada vrijednosti dionica portfeljnog društva, UAIF često ugovara s portfeljnim društvom pri „ulasku“ lock up period, koji obično traje od 6 do 12 mjeseci od kada su se dionice portfeljnog društva uvrstile na uređeno tržište. Tijekom lock up perioda UAIF preuzima obvezu da neće prodati svoje vlasničke instrumente, kako bi novi članovi društva stekli povjerenje u društvo. UAIF ih je ovlašten prodati nakon isteka tog perioda.<sup>487</sup>

---

<sup>486</sup> Izlazak na burzu uobičajeno je zajednička odluka VC/PE i portfeljnog društva, stoga VC/PE pri ulasku u društvo ugovara, tzv. *registration rights*, kojima se određuje da portfeljno društvo mora u nekom roku ili nakon određenog *milestone* izaći na uvršteno tržište. Vidi više: Smith, Gordon D., *The Exit Structure of Venture Capital*; 53 UCLA L. Review, br. 315(2005) str. 347 -349., dostupno na: [https://digitalcommons.lay.byu.edu/faculty\\_scholarship](https://digitalcommons.lay.byu.edu/faculty_scholarship) (14.6.2020.). Vidi više i pod: 3.2.3.1.2.6. Odredbe kojima se omogućuje kontrola AIF-a nad portfeljnim društvom str. 187 – 190., vidi više i: Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 494.

<sup>487</sup> Povaly, Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 108. Vidi i: Veki, Kimmo, *Financing of Start-up Company and Private Equity Investor Do I need to sell my Soul for Money?*, str. 1-98., dostupno na: [www.theseus.fi](http://www.theseus.fi) (13.6.2020.).

IPO je kao „izlazak“ za VC/PE najmanje zastupljen.<sup>488</sup> Više je razloga za to. Prvo, kada je riječ o VC ulaganjima, mali broj portfeljnih društava uspješno može prevladati problem informacijske asimetrije, unatoč tome što iza sebe imaju iskustvo sudjelovanja financijera, no riječ je o mladim društvima - startup-ovima koji i dalje teško privlače kapital od širega kruga ulagatelja.<sup>489</sup> Zatim je tu i pitanje troškova. Radi se o troškovima povezanim s novim izdanjem dionica, izvještavanja, izdavanja prospekta, kao i troškovima koji nastaju kao posljedica uvrštenja. Sve su to razlozi zbog kojih vrlo mali broj UAIF-ova i završi „izlaz“ kroz IPO.<sup>490</sup> S druge strane, takav je „izlazak“ UAIF-a iz portfeljnog društva najpovoljniji za poduzetnika jer on može ponovno steći kontrolu nad svojih ulaganjem,<sup>491</sup> disperzijom dionica kupljenih od malih dioničara, te time iznova steći kontrolni udio u društvu. Ako je IPO bio uspješan, raste i reputacija UAIF-a.<sup>492</sup>

Kao najčešći „izlazak“ VC-a/PE-a iz portfeljnog društva jest prodaja svih dionica/udjela VC/PE nekom društvu iz istog industrijskog sektora ili konkurentskom društvu, a koja se često naziva i mergers and acquisitions exit ili M&A exit.<sup>493</sup> Motivacija kupca za kupnju dionica / udjela portfeljnog društva može biti motivirana stjecanjem intelektualnog vlasništva ili ljudskog kapitala - radnika koji su posebno obučeni za rad u tom sektoru industrije,<sup>494</sup> a koje će portfeljno društvo kasnije pripojiti ili spojiti sa svojim postojećim društvom te ujedno i postati titular intelektualnog vlasništva. U tim slučajevima VC/PE prodajom vlasničkih instrumenata

---

<sup>488</sup> Prema istraživanju svega 14 % UAIF-a izlazi na taj način. Vidi više: Kaplan, Steven N., Strömberg, Per, Leveraged Buyouts and Private Equity; str. 121-146., str. 129., dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1194962](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1194962) (8.6.2020.).

<sup>489</sup> Vidi više: Ibrahim, Darian M., The New exit in Venture Capital, (2012), Faculty Publications, 1686., str. 2-30., str. 15., dostupno na: <https://scholarship.law.wm.edu/facspubs/1686> (13.6.2020.).

<sup>490</sup> Kada se *exit* završava kroz IPO to pokazuje veću vjerojatnost da su slabija upravljačka prava VC/PE, kao i u slučaju *writ-offa*. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 675.

<sup>491</sup> Vidi više: Cumming, Douglas J., Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds – Journal of business venturing, br. 22 (2007), str. 193-235., dostupno na: [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com) (22.5.2016).

<sup>492</sup> Trapido, Denis, Performance Implications of Venture Capital Syndication Networks, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 21., str. 401-420., str. 408. Vidi više i: Krishnan, C. N. V., Masulis, Ronald W., Venture Capital Reputation, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 21., str. 61-129, str. 67.

<sup>493</sup> Spajanje preuzimanjem (engl. *Mergers and acquisitions*) postupak je kojim jedno ili više društava prestaje bez likvidacije i koja prenose na drugo društvo svu svoju aktivu i pasivu, u zamjenu za izdavanje dionica društva preuzimatelja dioničarima društva ili društava koja su predmet preuzimanja te, eventualno, isplatu u gotovini koja ne premašuje 10 % nominalne vrijednosti tako izdanih dionica, ili ako te dionice nemaju nominalnu vrijednost, njihove knjigovodstvene vrijednosti. Spajanje preuzimanjem može se izvršiti i kada se jedno ili više društava koja su predmet preuzimanja nalaze u postupku likvidacije, pod uvjetom da je ta mogućnost ograničena na društva koja još nisu započela s raspodjelom imovine svojim dioničarima (definicija preuzeta iz Direktive (EU) 2017/1132 od 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava (kodificirani tekst), SL 169, 30.6.2017., članak 89. Prema istraživanju, UAIF izlazi na taj način u 24 % slučajeva. Vidi više: Kaplan Steven N., Strömberg, Per, op. cit., bilj. br. 489., str. 129.

<sup>494</sup> Povaly, Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 106.

popotpuno „izlaze“ iz portfeljnog društva. Podatci pokazuju da je vjerojatnost akvizicije 30 % veća kada VC/PE ima učinkovita kontrolna prava,<sup>495</sup> jer akvizicija uobičajeno završava trajnim gubitkom kontrole za poduzetnika portfeljnog društva, tzv. ousting u koje je AIF uložio.<sup>496</sup> Zbog toga portfeljno društvo nije spremno na takav „izlazak“ AIF-a iz ulaganja, pa niti AIF u pregovaračkom procesu ne otkriva svoju namjeru, već ponajprije nastoji ispregovarati jača upravljačka prava anticipirajući da mora zadobiti poziciju kojom može utjecati na poduzetnika / portfeljno društva da u danom trenutku pristane na akviziciju.<sup>497</sup> Mogući sukob interesa može se pojaviti i između više AIF-ova koji sudjeluju u ulaganju u portfeljno društvo i to kada su AIF-ovi sindicirali<sup>498</sup> svoje ulaganje pa se utvrdi da je vrijeme na koje su osnovani pojedini od njih, ne podudara, odnosno jedan je AIF spreman za „izlazak“, dok je drugi tek u sredini svoga investicijskog ciklusa. No, to su situacije o kojima se mora voditi računa na početku transakcije, tj. u vrijeme ugovaranja.

Dok su prethodno izloženi uspješni načini na koje UAIF „izlazi“ iz ulaganja kao dio investicijske strategije putem kojih UAIF ostvaruje dobit za svoje ulagatelja, u nastavku će se rada prikazati najčešći načini „izlaska“ kojima UAIF nastoji zaštititi svoje ulaganje jer se ono ne odvija kako je bilo očekivano. Izdvojit će se najzastupljenije među njima, tzv. secondary buyouts, buy-back transactions, otpis (engl. write off) te parcijalni izlazak.

Secondary exit / secondary buyouts<sup>499</sup> označava transakciju u kojoj VC/PE koji je prethodno stekao kontrolu u portfeljnom društvu prodaje sve ili dio dionica/udjela drugom VC-u/PE-u. Takve transakcije VC/PE poduzimaju u vrijeme kada mogu pribaviti povoljno nova zaduženja na tržištu, portfeljno društvo čije dionice / udjele prodaje stagnira, ne vidi se mogući rast i razvoj društva ili su VC-u/PE-u potrebna nova sredstva za daljnja ulaganja, a koja će pribaviti prodajom dionica / udjela portfeljnog društva.<sup>500</sup>

---

<sup>495</sup> Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 402.

<sup>496</sup> Akvizicija uobičajeno završava izbacivanjem (engl. *ousting*) poduzetnika iz društva, ili smanjivanjem autoriteta razrješenjem s dužnosti CEO. Vidi više: loc. cit.

<sup>497</sup> Pri akvizicije se najčešće mijenja uprava društva te je poduzetnik kao dosadašnji izvršni direktor (CEO) smijenjen s toga mjesta. To je uvjet na koji poduzetnici ne žele pristati jer je za njih to vrlo emotivno pitanje. Loc. cit.

<sup>498</sup> Ako AIF nije u mogućnosti sam ući u neki poduhvat, on može svoje ulaganje podijeliti (sindicirati) s više AIF-a koji imaju zajednički cilj i strategiju ulaganja.

<sup>499</sup> Prema istraživanju kada se UAIF odluči za *sekundarni exit / secondary buyout* portfeljno društvo će skupiti manje kapitala nego kod IPO-a. Prodaja financijskoj instituciji označava se kao *secondary buyout* koji je vrlo čest u financijskoj industriji. O *secondary sale*, govorimo kada VC/PE prodaje dio svojih dionica/udjela portfeljnog društva drugom VC/PE. Vidi više: Kaplan, Steven N., Strömberg, Per, op. cit., bilj. br. 488., str. 129.

<sup>500</sup> Vidi više o razlozima prodaje putem secondary buyouts: Yingdi Wang, Secondary buyouts, Why buy and at what price?, dostupno na:

U buy-back transactions AIF prodaje svoje udjele portfeljnom društvu od kojih ih je prvotno stekao (ili samom portfeljnom društvu ili bivšem vlasniku). Time AIF uobičajeno „izlazi“ iz portfeljnog društva kada ocjeni da mu ulaganje baš i nije uspješno ili da se neće pokazati uspješnim (npr. portfeljno društvo / poduzetnik nije postigao rezultat koji je bio predviđen kao miljokaz).<sup>501</sup>

Izlazak putem otpisa / likvidacije, tzv. write off „izlazak“ je iz ulaganja koje nije bilo uspješno te je likvidacija društva neizbježna. To je, razumljivo, najmanje poželjan način „izlaska“ iz portfeljnog društva i signal neuspjeha ulaganja VC-u/PE-a. Katkad, kada AIF postane svjestan situacije, spreman je uložiti još neki minimalni kapital nastojeći poboljšati ulaganje. Takva se društva nazivaju living dead ili walking wounded te signaliziraju da UAIF ima u portfelju društvo loše kvalitete.<sup>502</sup> Na taj način UAIF najčešće otpisuje svoje ulaganje parcijalno,<sup>503</sup> no to je već znak nekom novom potencijalnom ulagatelju da se ulaganje ne razvija onako kako je predviđeno.

Parcijalni izlazak,<sup>504</sup> još je jedan od načina na koji UAIF može „izaći“, ali zadržavajući neki postotak udjela u društvu. U tom slučaju AIF ne prodaje sve svoje udjele / dionice već samo dio iz razloga kako bi novi kupac stekao povjerenje u portfeljno društvo iz kojeg UAIF „izlazi“. <sup>505</sup> Time se kupac postupno uvodi u portfeljno društvo i djelomično preuzima kontrolu i lakše nadzire upravu portfeljnog društva.<sup>506</sup>

---

<https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=099642413df3c335d0523500984698e3ca982bae> (1.8.2023.).

<sup>501</sup> Povaly, Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 110.

<sup>502</sup> Ibid., str. 111.

<sup>503</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 591-592.

<sup>504</sup> Istraživanja su pokazala da je uobičajeno godinu dana potrebno kako bi se provela transakcija djelomičnog izlaska. Kod djelomičnoga *buybacka* – UAIF uobičajeno isplati kupac u roku godinu dana nakon što je izvršena transakcija. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 591-592.

<sup>505</sup> Primjerice, *high tech* portfeljna društva će često biti prodana s parcijalnim izlaskom jer je veća vjerojatnost informacijske asimetrije u vrednovanju netjelesne (engl. *untangible*) imovine. Vidi više u poglavlju: 3.2.1. Predugovorna etapa str. 166. i dalje.

<sup>506</sup> Pored klasičnih načina dezinvestiranja PE iz portfeljnog društva, postoji i drukčija metoda povrata na ulaganje za PE ulagatelje, tzv. *recapitalisation or leveraged recapitalisation* ili *recap*, tj. rekapitalizacija - strateška promjena u strukturi kapitala poslovnog subjekta koja obično uključuje djelomičan prijenos vlasništva. Do rekapitalizacije često dolazi kada vlasnik želi unovčiti djelomični udjel u poslovanju (poslovično „uzeti nekoliko žetona sa stola“ (engl. *take some chips off the table*). U tom slučaju AIF rizičnog kapitala osigurava kapital kojim isplaćuje vlasnika u zamjenu za postotak u vlasništvu. Definicija preuzeta iz Smjernica ESME o obvezama izvještavanja u skladu s člankom 3. stavkom 3. točkom (d) i člankom 24. stavcima 1., 2. i 4. Direktive AIFMD-a, 8.8.2014., dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2014\\_00040000\\_hr\\_cor.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014_00040000_hr_cor.pdf) (1.8.2023.). Takav način ne zahtijeva nužno izlazak AIF-a iz portfeljnog društva. Kroz isplaćene dividende od dionica koje su

Zbog svega navedenoga razvidno je da UAIF-u stoji na raspolaganju široka paleta izlaznih strategija o kojima mora voditi računa već u samom začetku transakcije stjecanja portfeljnog društva, a što će moći procijeniti kroz detaljno dubinsko snimanje (engl. *due diligence*)<sup>507</sup> te stručnim znanjima kroz ugovaranje transakcije predmnjevajući sve rizike budućeg ulaganja i ciljeve samog UAIF-a. Pomnim ugovaranjem pri ulasku u portfeljno društvo UAIF si osigurava izbjegavanje potencijalnih sukoba interesa pri željenom „izlasku“. Naravno, da je poduzetniku cilj što veća optimizacija kapitala i likvidnost portfeljnog društva kako bi se u potpunosti mogao baviti razvojem svog proizvoda ne opterećujući se financijskim problemima. No, u tome mora biti uspješan, jer ako AIF vidi da ulaganje ne ide u smjeru kako je bilo predviđeno poslovnim planom, koristit će strategiju *exit*a koju je unaprijed predvidio.

### 3. 1.1. Razlikovnosti investicijskih tehnika PE i VC fondova u odnosu na HF

S obzirom na to da se danas ulaganja VC-a/PE-a i HF-ova<sup>508</sup> međusobno isprepliću u odnosu na ciljeve svojih ulaganja u nastavku će se rada objasniti njihove različitosti.

U referentnoj literaturi izbjegava se definirati hedge fond,<sup>509</sup> no on se uobičajeno definira kao<sup>510</sup> fond kojim se aktivno upravlja, koji koristi različite investicijske strategije, posebice financijsku polugu, arbitraže,<sup>511</sup> kratku prodaju, tzv. *short selling*,<sup>512</sup> sve te napredne investicijske tehnike putem kojih se očekuje da će uprihoditi brzi i vrlo visoki prinos na ulaganje.<sup>513</sup> HF-ovi, kao podvrsta AIF-a ulažu ne samo u nove i složene financijske instrumente,

---

financirane novim zaduživanjima, PE ulagatelji dosežu svoj namjeravani povrat na ulaganje prije nego što bi to postigli u redovitom ulagateljskom ciklusu, a i dalje im ostaju udjeli u portfeljnom društvu.

<sup>507</sup> O dubinskom snimanju vidi više u poglavlju: 3.2.2. Dubinsko snimanje (engl. *due diligence*), str. 172 i dalje.

<sup>508</sup> U Njemačkoj je UBS global Asset Management osnovao HF koji ulaže u PE i u niz drugih primjera. Vidi više: Derenčinović Ruk, Morana, Restrukturiranje društva u poteškoćama i tržište kapitala – vrste i upravljanje sukobom interesa, op. cit., bilj. br. 476., str. 1665.

<sup>509</sup> Cumming, Douglas, Na Dai, Johan, Sofia A., Hedge fund regulation and governance, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), op. cit., bilj. br. 39., pogl. 4., str. 551., Dornseifer, Frank, Hedge Funds and Systemic Risk Reporting, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 33, str. 558.

<sup>510</sup> Nema jednoobrazne definicije *hedge* fonda. Vidi više: Klein, April, Zur, Emanuel, The Implications of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders, str. 1-53., dostupno na: <https://www.sandiego.edu/law/documents/event-services/klein%20zur%20bondholders.pdf> (11.1.2020.). Krishnan, C.N.V., Partnoy, Frank, Thomas, Randall S., Top Hedge Funds and Shareholder Activism, dostupno na: <https://bloximages.newyork1.vip.townnews.com/stltoday.com/content/tncms/assets/v3/editorial/a/40/a4058f3e-742a-552f-a08f-864e7d940197/554d3800cb529.pdf.pdf> (11.1.2020.).

<sup>511</sup> „Arbitraža je zarada od bezrizičnog ostvarivanja dobiti preuzimanjem prednosti od različitog određivanja cijena za istu fizičku imovinu ili vrijednosni papir.“ Vidi više: Ivanović, Zoran, Strategija arbitražnog određivanja cijena vrijednosnica, Ekonomski pregled, vol. 51, br. 11-12(2000), str. 1176-1193.

<sup>512</sup> Pojam *short selling* objašnjen u bilj. br. 215.

<sup>513</sup> Četiri su rizika koji karakteriziraju HF – sistemski rizik, mikroprudencijalni rizik, koji može dovesti do propasti fonda i gubitka ulagatelja, rizik nelikvidnosti koji može proizaći iz prirode nelikvidne imovine takvih fondova te rizik tržišne efikasnosti i transparentnosti. Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 270., vidi više i općenito u: Lechner, Gerhard, The Behavior of Hedge Funds and the Theory of the Business Cycles; Journal of US-China

već imaju agresivne tehnike ulaganja te pretežno ulažu u nelikvidnu imovinu.<sup>514</sup> Njihovi portfelji najviše su diverzificirani, ulažu u mnogo više portfeljnih društava u odnosu na PE-e i VC-u. Time puno više mogu generirati sistemski rizik, više od drugih sudionika na tržištu,<sup>515</sup> ali s druge strane i puno više mogu iskoristiti economy of scope and scale.<sup>516</sup>

Kod HF-ova postoji kontinuitet i to upravo zbog „pozitivne reputacije“<sup>517</sup> koja ih prati, a kojeg kod VC-a/PE-a nema, budući da oni po zaključenju ciklusa ulaganja najčešće likvidiraju fond. I HF-ovi i PE-ovi imaju zajednički cilj koji stremi povećanju tržišne vrijednosti uloženog kapitala aktivnim odnosom s portfeljnim društvom. Donedavno su se HF-i i PE-i više razlikovali po načinima i tehnikama ulaganja, međutim danas te razlike gotovo da i nema. HF-ovi su fondovi s visokim stupnjem rizičnosti za ulagatelja, a posebice je zastupljen rizik potpunoga gubitka ulaganja zbog uporabe naprednih investicijskih tehnika. No visok rizik gubitka kompenziran je visokim prinosima u slučaju uspješne realizacije ulaganja. U tom slučaju upravitelji HF-ova ostvaruju i velike nagrade, pa tu nastaje pritisak za stalnim rastom prinosa. HF-ovi, iako su primarno nastali iz razloga zaštite portfelja fonda od tržišnih rizika

---

Public Administration, vol. 13, br. 1(2016), str. 1-15, dostupno na: <https://pdfs.semanticscholar.org/c3e2/f07f5e501d88876bc24ada631fd195d6ee41.pdf> (9.8.2019.) i Stromqvist, Maria, Hedge funds and their impact on systemic stability, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 13, pogl. 14., str. 309-330.

<sup>514</sup> Vidi općenito i: Chincarini Ludwig; Hedge funds – an introduction, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 15., pogl. 1., str. 13-61, Goltz, Felix, Schroder, David, Hedge Reporting, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 15., pogl. 6., str. 170-196., Harrison, David, Hedge fund regulation throat competition law principles – some reflections, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 15., pogl. 6., str. 269-290.

<sup>515</sup> Prema načinu rada i strategijama kojima nastupaju na financijskim tržištima dijele se na: 1. tržišno neutralnu grupu (engl. *market neutral group*) u kojoj djeluju HF-ovi koji se bave ulaganjima u podcijenjene vrijednosne papire, zatim na 2. engl. *distressed securities strategy* koji ulažu u vrijednosne papire društava kojima prijeti stečaj, vrijednosni papiri se otkupljuju uz veliki popust te u slučaju oporavka društva očekuje se velika dobit te 3. HF-ovi sa strategijom za posebne situacije (engl. *special situations strategy*) kojom se koriste duge i kratke pozicije na tržištu ulažući u dionice i obveznice za koje se očekuju neočekivane promjene u cijeni, u slučaju spajanja, pripajanja i sl. Kao druga grupa strategija je dugoročno/kratkoročno dionička grupa (engl. *long/short equity group*) koja se sastoji od istodobnog zauzimanja kratkoročnih i dugoročnih pozicija u očekivanju preveniranja tržišnih nestabilnosti. Usmjerena trgovačka grupa (engl. *direction trading group*) strategija je u kojoj se portfelj formira na temelju praćenja globalnih ekonomskih trendova, a dobit se očekuje na promjenama cjelokupnih financijskih sektora. Posljednja je grupa specijalnih strategija (engl. *special strategy group*) koja obuhvaća HF-ove koji se bave ulaganjima na nerazvijenim tržištima, gdje je rizik vrlo velik, a samim time i mogućnost dobiti. Mijatović, Nikola, Špoljarić, Danko, op. cit., bilj. br. 13., str. 905-913.

<sup>516</sup> HF-ovi ulažu primjenom različitih strategija u više portfeljnih društava, više su eklektični, pri ulaganju kombiniraju različite pristupe i nove strategije, različite investicijske tehnike, ulažu u rizičnija ulaganja, a sve u cilju ostvarenja većeg prinosa. Klein April, Zur Emanuel, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), op. cit., bilj. br. 36., pogl. 2., str. 306-344.

<sup>517</sup> Tržišna struktura fondova se promijenila. HF-ovi su postali veći i disperziraniji, s više članova i više ciljeva. Izvor njihovih velikih dobiti temelji se na pozitivnoj reputaciji – imaju povijesni prikaz, veličinu i stručnost te su sposobni provesti najveće transakcije. S obzirom na to da im je portfelj jako diverzificiran mogu ulagati u više različitih grana industrije i u više društava, a što pridonosi pozitivnom rezultatu. Vidi više: Krishnan, C.N.V., Partnoy, Frank, Thomas, Randall S., Second Wave of Hedge Fund Activism: The Importance of Reputation, Clout, and Expertise, Vanderbilt Law and Economics Research Paper, No. 15-9, Journal of Corporate Finance, vol. 40, br. 296-314(2016), dostupno na: [www.sandiego.edu/law/documents/event-services](http://www.sandiego.edu/law/documents/event-services) (11.1.2020.).

(engl. hedge, hrv. živica), prešli su u svoju suprotnost te zbog preuzimanja velikog rizika postaju i sami generatori nastupa sistemskog rizika. PE dijele neke sličnosti s HF-ovima glede preuzimanja rizika, no oni predstavljaju znatno manji rizik negoli HF-ovi za financijsko tržište. Oni svoje ulaganje grade na način da se fond zaduži i to zaduženje u obliku kapitala plasira u portfeljno društvo, u koje ulazi s namjerom da ga restrukturira, a zapravo društvo otplaćuje dug fonda kao ulagatelja, kroz neko srednje razdoblje ulaganja. Za razliku od PE-a, HF-ovi se pokazuju uspješnijim kada kroz upravu društva poboljšavaju aktivnost društva kao i nadziranjem upravljanja društvom, nego kroz strukturu kapitala.<sup>518</sup>

Kada se HF-ovi ili PE-ovi pojave na domaćem tržištu, portfeljna društva nisu spremna za takve ulagatelje. Naime, relativno su im nepoznate tehnike ulaganja, strani fondovi imaju tim koji uključuje stručnjake i vanjske suradnike s potrebnim znanjem. Imaju i zavidnu financijsku snagu te portfeljna društva i nemaju mnogo prostora za pregovore.<sup>519</sup> Takvi fondovi preslikavaju svoje složene ugovore o ulaganju na novo tržište, ne dopuštajući njihove izmjene. Budući da su im ugovori u velikoj mjeri u sferi dispozitivnosti, a transakcije prate ugovori o povjerljivosti, o njihovim se aktivnostima i tehnikama pregovaranja te ulasku u portfeljna društva i relativno malo zna, kao i o tehnikama izlaska ili korištenja investicijskih tehnika svojstvenih kratkoročnim ulagateljima.

Kada govorimo o načinu ulaganja u portfeljna društva, HF-ovi se povezuju s „neprijateljskim preuzimanjima“.<sup>520</sup> Dionice ciljnih društava mogu se steći ako su one u optjecaju na tržištu, pa su najčešća meta HF-ova uvrštena društva. Nakon što se ciljno (engl. target) društvo prouči – dijelom zahvaljujući podacima koje o sebi objavljuje uvršteno društvo, HF-ovi stječu manjinski paket dionica (od 3 do 5 %), rijetko kontrolni paket (25 %). Nakon toga provode politiku dioničarskog aktivizma: na skupštinama portfeljnog društva predlažu točke dnevnog

---

<sup>518</sup> HF-ovi su postali brojniji i aktivniji u razdoblju nakon financijske krize. Oni su kao dioničari prisutni u društvu s manjinskim blokom dionica od 1 do 3 %. Teorija *clout and expertise theory* se objašnjava da fondovi demonstriraju svoju snagu birajući samo velike kompanije ili vrlo zahtjevne scenarije i imaju znatno bolji pristup kapitalu. Ibid.

<sup>519</sup> Ludovic, Phalippou, Performance of buyout funds revisited, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), op. cit., bilj. br. 39., pogl. 3., str. 519- 544.

<sup>520</sup> Preuzimanjem društva preuzimatelj stječe kontrolu nad društvom tj. nad upravnim tijelima društva. Razlikujemo „prijateljska preuzimanja“ gdje se transakcije provode kroz prešutni sporazum s upravom ciljnog društva i „neprijateljska preuzimanja“ gdje ponuditelj daje ili javnu ponudu za otkup društva bez prethodnog obavještanja uprave ili stekne većinski paket dionica, jer je cilj takvog preuzimanja smijeniti dotadašnju upravu i zamijeniti je novom koja bi trebala dati bolje poslovne rezultate. Uprava društva kako bi postigla bolju cijenu dionica za dioničare pri preuzimanju poduzima, tzv. „protupreuzimateljske“ mjere, kao npr. povlačenje dionica s burze, sniženjem njihove vrijednosti, smanjenjem temeljnog kapitala i sl. Više o modalitetima i vrstama protupreuzimateljskih mjera vidi: Jurić, Dionis, Zubović, Antonija, Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja dioničkih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30, br. 1(2009), str. 291-331.

reda kojima žele poboljšati način poslovanja i praksu korporativnog upravljanja, sukobljavaju se s upravom, protuprijedlozima zahtijevaju poduzimanje korporativnih akcija u cilju maksimizacije vrijednosti dionica. Koriste sve kontrolne mehanizme koji pripadaju manjinskim dioničarima. S obzirom na to da o postojanju blokova glasačkih prava u ciljnom uvrštenom društvu moraju izvještavati javnost, kada objave da su stekli od 5 do 10 % dionica, drugi dioničari ih počinju slijediti, očekujući i sami brzi povrat ulaganja. Zbog toga zadobivaju glasačku snagu kojom mogu iznuditi na glavnoj skupštini donošenje ključnih odluka. Vrlo često se povlače nakon što su postigli cilj, primjerice isplatu dividende, čak i tako u potpunosti otuđe cjelokupni portfelj dionica koji su stekli. Profil njihova ulaganja je težnja za brzim povratkom ulaganja (engl. short) te ulažu primjenom različitih investicijskih strategija u više društava. Djeluju neovisno, mimo „korporativnih procedura“ (npr. putem sastanaka s upravom društva kao metodom pritiska prije održavanja skupštine društva) brži su i učinkovitiji u donošenju i provođenju odluka i strategija, a neovisnost im dopušta da zauzmu ekonomske pozicije bez straha od ekonomskih ili političkih posljedica jer napuštaju portfeljna društva brzo. Zaključno, zbog svoje kratkoročne naravi ulaganja oni su prije bili puno „pasivniji“ ulagači, dok se danas odlikuju značajnim dioničarskim aktivizmom.<sup>521</sup>

PE su skloniji „prijateljskim preuzimanjima“ koje razrađuju u suradnji s postojećom upravom. Važno je istaknuti da su primarni cilj VC i PE društva koja nisu uvrštena na uređeno tržište, a što odlikuje i njihov način rada. PE također analizira društvo koje je odabrani target, zatim se provodi akvizicija i provodi nadzor nad radom društva.<sup>522</sup> Iako je riječ o pretežno prijateljskim preuzimanjima, dotadašnja uprava najčešće biva opozvana, jer PE imenuju nove članove uprave. S aspekta rizičnosti među ovim vrstama fondova također postoje razlike. Budući da je VC-ovima primjena financijske poluge izrijeком zabranjena,<sup>523</sup> smatra se da oni nemaju toliku zavidnu snagu da bi mogli prouzročiti veću nestabilnost tržišta. PE se uporaba financijske

---

<sup>521</sup> Vidi više: Povaly Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 40-45.

<sup>522</sup> PE primjenjuje tri strategije kada preuzme društvo: financijsku, operativnu i upravljačku. Primjenom financijske strategije uprava često sudjeluje u kapitalu, pa kako snosi dobit tako snosi i gubitak. Kako je transakcija opterećena otplatom kredita i kamatama, uprava mora stvoriti uvjete za urednu otplatu pa racionalnije upravlja sredstvima i troškovima. Upravljačku strategija primijenjuje se kroz korporativno upravljanje. Fondovi se ne libe smijeniti upravu koja nije proaktivna. Istraživanja su pokazala da fondovi jednu trećinu uprave zamijene u prvih 100 dana nakon preuzimanja dok druge dvije trećine u petogodišnjem razdoblju. Formalnih sastanaka ima manje, no više ime svakodnevnih konzultacija. Primjenom operativne strategije fondovi zapošljavaju sve više stručnjaka prema granama industrije, s operativnim znanjem i središtem razmatranja te grane industrije, koji zajedno s financijskim i pravnim stručnjacima kreiraju transakciju. Vidi više: Kaplan, Steven N., Stromberg, Per, Leveraged buyouts and private equity, op. cit., bilj. br. 488., str. 121-146.; Bratton William W., McCahery, Joseph A., op. cit., bilj. br. 39., str. 491-51.

<sup>523</sup> U RH u skladu s Pravilnikom o vrstama fondova (članak 34. stavak 3.), fondovi su u svojim pravilima dužni opisati koje će investicijske tehnike upotrebljavati.



poluge dopušta te oni slove kao destruktivni u dužim periodima za društva u koja ulažu. Nakon preuzimanja društva, PE-ovi započnu s njegovim restrukturiranjem, rasprodaju imovinu koja je nerentabilna, otpuštaju nepotrebne zaposlenike, kako bi ga mogli tako restrukturirano preprodati dalje nekom drugom ulagatelju. Zbog relativno kratkoga vremena ulaganja u društvo (od tri do pet godina, nakon čega slijedi proces dezinvestiranja) društvo nije u stanju financijski ojačati i prosperirati, a već se provodi izlazna strategija. Ulaskom u portfeljno društvo, obično se promijeni industrijska strategija društva, nastoji se povećati produktivnost društva kako bi ono samo vratilo dugove kojima je financirana njegova akvizicija. Otpuštanje radnika i prodaja imovine društva ima velike socijalne posljedice ne samo na portfeljno društvo, nego i na društvo u cjelini, pa ih se često uspoređuje sa skakavcima (engl. locust) koji opustoše ciljano portfeljno društvo.<sup>524</sup>

S obzirom na neprestani razvoj novih investicijskih tehnika i strategija te učestalo kombinirano djelovanje i HF-ova i PE-a radi veće diverzifikacije rizika, a radi ostvarenja većeg prinosa na ulaganja, možemo zaključiti da se ulaganja VC-ova, PE-ova i HF-ova danas preklapaju.

### 3.1.2. Ulagatelji PE i VC fondova

Transakcije AIF-a odlikuje tripartitnost u gospodarskom smislu. S jedne strane postoje ulagatelji koji ulažu u AIF. Ako AIF nije pravna osoba koja sama sobom upravlja, postoji još i društvo koje upravlja AIF-om, odnosno UAIF. Fondovi, posebice PE i VC kojima je takvo ulaganje u središtu razmatranja ulagateljske strategije, ulažu u trgovačka društva, pa se stoga javlja odnos i između fondova i njihovih upravitelja s jedne strane, i društva u koje fondovi ulažu, odnosno portfeljnog društva s druge. Nakon što fondovi ulože u portfeljno društvo, oni postaju dioničari / članovi tog društva.

Profil ulagatelja u AIF-ove je različit.<sup>525</sup> Općenito prevladava stajalište da su PE i VC tržište za profesionalce, institucionalne ulagatelje, kao i za bogate pojedince, tzv. business angels. Prema ESMA Godišnjem statističkom izvješću EU Alternative Investment Funds 2022<sup>526</sup> –

---

<sup>524</sup> PE često kupuju trgovačka društva koristeći *leverage* (s malim dijelom svog uloga podižu kredit za kupovinu društva, a zatim društvo optereće tim kreditom), zatim izvuku iz društva dobit, često promijene ugovore, otpuste radnike i onda prodaju napuštenu tvrtku ostavljajući u njoj svoje dugove. Vidi više: Wymeersch, Eddy, op. cit., bilj. br. 79., str. 31.

<sup>525</sup> O uvjetima koje ulagatelji moraju ispunjavati da bi mogli ulagati u PE i VC fondove vidi više u poglavlju: 2.2.2.5.1.4. S obzirom na vrstu ulagatelja, str. 69. i dalje.

<sup>526</sup> Podatci preuzeti iz ESMA-inog Godišnjeg statističkog izvješća EU Alternative Investment Funds 2019 – 7.3.2019 (u daljnjem tekstu: ESMA Godišnje statističko izvješće), dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2022-statistical-report> (10.09.2023.).

profesionalni ulagatelji u PE čine 92 % udjela (investicijski fondovi, mirovinski fondovi i osiguravajuća društva su najčešći ulagatelji), dok VC imaju najviše malih ulagatelja - 20 %. U odnosu na člansku strukturu u AIF-ovima, ona je snažno koncentrirana. Pa tako prvih pet ulagatelja drži oko 80 % udjela / dionica u fondovima, dok u preko 50 % AIF-ova prvih pet ulagatelja drži sve udjele u AIF-u.<sup>527</sup>

S obzirom na specifična obilježja, u nastavku će se rada analizirati pojam i osobitosti „poslovnih anđela“, iako oni nisu pravno gledano zasebna kategorija ulagatelja. „Poslovni anđeli“<sup>528</sup> kao pojedinci, omogućavaju financiranje svojim osobnim novcem – kapitalom. Karakteristika je njihova djelovanja „pametno financiranje“. Njihova je najveća snaga u tome da svojim upravljačkim iskustvom, vještinama i mrežom poslovnih kontakata pomažu VC-u/PE-u pri ulaganju u portfeljno društvo. Osnovno je obilježje „poslovnih anđela“ da žele ostati anonimni, djeluju kao pojedinci,<sup>529</sup> te nevoljko otkrivaju svoje poslovne aktivnosti. Zbog toga se o njihovoj stvarnoj ulozi u financiranju tih poduzetnika i ne zna previše, budući da su i njihovi dogovori s poduzetnicima neformalnoga karaktera te se međusobno razlikuju ovisno o ulaganju.<sup>530</sup> Neki žele aktivno sudjelovati u tom društvu kroz upravljanje i redovite sastanke (njih 55 %),<sup>531</sup> dok se drugi kao članovi društva ponašaju pasivno. To su osobe koje ne samo da financiraju u mlado društvo koje ima potencijal,<sup>532</sup> već u njega unose svoje poduzetničko

---

<sup>527</sup> Tako visoko koncentrirana vlasnička struktura objašnjava se činjenicom da su glavni ulagatelji profesionalni ulagatelji i da je prije uvođenja AIFMD fondove regulirao nacionalni zakonodavac koji je dopuštao da fond osnuje i samo jedan ulagatelj. Stupanjem na snagu AIFMD-a, nacionalna zakonodavstva su se morala uskladiti kao i sami fondovi te u skladu s člankom 4.1.a AIFMD-a, da bi subjekt bio subjekt za zajednička ulaganja između ostalog mora imati barem dva ili više ulagatelja. ESMA Godišnje statističko izvješće, vidi više pod: 2.2.1.4. Određenje AIF-a na razini Europske unije, str. 41. i dalje.

<sup>528</sup> Podatci preuzeti iz: Venture Support System Project: Angel Investors; MIT Entrepreneurship Center: Termin „angel“ potječe iz 1990. godine i odnosi se na ulagatelje koji su uložili u tada rizično ulaganje - kazališnu produkciju. Danas u SAD-u označava osobu koja ima više od jednog milijuna dolara ili zarađuje više od 200.000 dolara godišnje. Dostupno na: <http://ocw.mit.edu/courses/sloan-school-of-management/15-975-special-seminar-in-management-the-nuts-and-bolts-of-business-plans-january-iap-2005/readings/angelreport.pdf> (9.01.2019.).

<sup>529</sup> Kelly, Peter, Business Angel research: The road traveled and journey ahead, u: Landström, H. (ed.), op. cit. bilj. br. 8., pogl. 12., str. 315-331.

<sup>530</sup> Ibid. Prema istraživanju koje je proveo MIT Entrepreneurship Center „poslovni anđeli“ razvrstani su u četiri grupe: 1.) anđeli čuvari (engl. *guardian angels*), koji ulažu u društva koja su tek u etapi istraživanja i razvoja, a to su poduzetnici s iskustvom, koji kada steknu povjerenje u društvo postaju članovi uprava društva te sudjeluju u financiranju od dva do četiri društva godišnje, 2.) anđeli poduzetnici (engl. *professional entrepreneur angels*), to su poduzetnici koji imaju iskustvo, ali u drugom području, drugoj industrijskoj grani i sl., oni ulažu u društva koja su u osnivanju (engl. *start up*), 3.) operativni anđeli (engl. *operational expertise angels*), to su članovi uprava u nekim drugim društvima, koji imaju iskustvo u nekim drugim područjima i njihov cilj nije ponajprije ekonomski, već se žele okušati u nečem novom te ulažu u *start up* i 4.) financijski anđeli (engl. *financial return angels*), to su imućni ulagatelji s malo poduzetničkog iskustva kojima je osnovni cilj ostvariti financijski dobitak, no bez aktivnog uključivanja u poslovanje društva.

<sup>531</sup> Podatci preuzeti iz EBAN Statistics Compendium European Early-Stage Market Statistics 2017, str. 26. (u daljnjem tekstu: EBAN Statistic Compendium 2017), dostupno na: <http://www.eban.org/> (8.7.2019).

<sup>532</sup> Klasičan primjer „poslovnog anđela“ je Andy Bechtolschem koji je dao Googlu ček na 100.000 maeričkih dolara. Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25, str. 9.

znanje i iskustvo.<sup>533</sup> Oni ili su upoznati s radom UAIF-a, ili poznaju vlasnika portfeljnog društva i vjeruju u njegov poduzetnički pothvat, ili vjeruju da upravljačka struktura toga mladog društva može iznijeti projekt te najčešće financiraju, tzv. ranu fazu takvih ulaganja.<sup>534</sup> Ulažu svoja osobna sredstva u društvo koje nije s njima povezano (niti osobno niti kapitalno) kako bi osigurali kapital za osnivanje i podizanje društva startup, obično u zamjenu za udjele u društvu,<sup>535</sup> vjerujući da će ostvariti prinos pri dezinvestiranju. Riječ je općenito o manjim ulaganjima za koje ne postoji društveni interes ili znanstvenoistraživački interes (jer se u tom slučaju uključuje zajednica radi ostvarenja općeg dobra), ili postoji, ali u tako ranoj etapi još nije prepoznat. No zanimljivo je, da „poslovni anđeli“ sve više ulažu u dužem vremenskom horizontu, duljem od pet godina, u cilju izgradnje dugoročnijeg partnerstva.<sup>536</sup>

Pokazalo se da, iako je prinos koji „poslovni anđeli“ ostvaruju kroz ulaganje motiv za takva ulaganja, ipak nije i onaj jedini. Naime, to su poduzetnici koji su prošli proces razvijanja društva i sada žele biti mentori nekom mladom perspektivnom (po njihovu mišljenju) društvu, ljudi koji ne žele u cijelosti posvetiti svoje vrijeme radeći na razvoju takvog društva, ali uživaju u njegovim uspjesima, pomažu svojim osobnim poznanstvima i utjecajem, održavaju svoju psihičku snagu razmišljajući i dalje o problemima takvog društva i pronalazeći rješenja, osjećaju ponos što su dio pothvata koji donosi napredak sredini koja ih okružuje i neprestano su u centru zbivanja.<sup>537</sup>

No postavlja se pitanje koji su najvažniji kriteriji za odabir ulaganja „poslovnog anđela“? Utvrđeno je, da je tim najvažniji kriterij zbog kojeg „poslovni anđeli“ ulažu u portfeljno društvo za čak 90 % njih, zatim potencijal razvoja i rasta 51 %, ideja – koncept 50 %, dok na poslovni plan i njegovu kvalitetu otpada 24 %.<sup>538</sup>

---

<sup>533</sup> Na temelju podataka European Business Angels Network, utvrđeno je u odnosu na vremenski horizont ulaganja da 44 % poslovnih anđela ulaže u *preseed* etapi, dok se još zapravo financiraju ideje u cilju osnivanja društva, zatim 63 % ulaže u *seed* etapi kada se provode istraživanja, 30 % poslovnih anđela ulaže u etapi *early stage- start up* kada su društva već osnovana ili će se tek osnovati, dok 8 % njih ulaže u društva koja su u ekspanziji ili su u postupku likvidacije ili prodaje (engl. *buyout & turnaround*) ili financiraju *pre-IPO*, tj. razdoblje od šest mjeseci do godine dana prije nego se očekuje da društvo uvrsti svoje dionice na uređeno tržište. Vidi više: EBAN Statistics Compendium, str. 1.

<sup>534</sup> „Poslovni anđeli“ u skladu s istraživanjima najviše sudjeluju u *bridge* financiranju, koje im pomaže da premoste neku od etapa u dosezanju razvoja cilja. Vidi više: David. J. Denis: op. cit., bilj br. 21., str. 301-326. Vidi više i: Giurca Vasilescu, Laura, Financing gap for SMES and the mezzanine capital, Economic research - Ekonomska istraživanja, vol. 23, br. 3(2010), str. 57-67., dostupno na: Hrčak ID: 59418 (15.1.2022.).

<sup>535</sup> Giurca Vasilescu, Laura, Business angels: potential financial engines for starts-ups, Ekonomska istraživanja, vol. 22, br. 2(2009), str. 86-98., Hrčak ID: 47321 (21.12.2021.).

<sup>536</sup> Podatci preuzeti iz: EBAN Statistics Compendium 2017, str. 17.

<sup>537</sup> Venture Support System Project: op. cit.

<sup>538</sup> Ibid., str. 20.

Prema Izvješću EBAN-a većina ulaganja „poslovnih anđela“ u 2017. godini bila je usmjerena u FinTech (25 %) i IT sektor (21,3 %). Prema Izvješću EBAN-a za 2021. godinu ulaganja „poslovnih anđela“ u odnosu na 2020. godinu su porasla za 90 % te i dalje prednjače ulaganja u Fintech 19 %, zdravstvo 13 % te ulaganja u IT usluge 9 %.<sup>539</sup>

Izvješće EBAN-a pokazuje da su se ulaganja „poslovnih anđela“ u Europi 2017. godine povećala za 9 % u odnosu na 2016. godinu i dosegla iznos od 7,3 milijarde EUR-a.<sup>540</sup> Ulaganja „poslovnih anđela“ su rasla iz godine u godinu, no pandemija bolesti COVID-a je utjecala i na njih. Zbog toga su ulaganja „poslovnih anđela“ 2020. godine smanjena na razini EU-a za 4,7 % u odnosu na 2019. godinu (i to prvi put nakon 2008. godine). Usprkos tomu, ulaganja „poslovnih anđela“ na razini EU-a 2020. godine iznosila su 7.67 milijardi EUR-a, dok su 2021. godine dosegla rekordnih 1.456 milijuna EUR-a.<sup>541</sup> UK je i dalje vodeća zemlja po iznosu ulaganja „poslovnih anđela“ i to s 142,1 milijuna EUR-a uloženih 2020. godine (iako je to pad od 7 % u odnosu na prethodnu godinu – zbog pandemije bolesti COVID).<sup>542</sup> Njemačka je na drugom mjestu s 72,4 milijuna EUR-a ulaganja „poslovnih anđela“ (pad od 11 % u odnosu na 2019.),<sup>543</sup> koju slijedi Danska s 49 milijuna EUR-a ulaganja. No, zanimljivo je da su tijekom 2020. godine ulaganja „poslovnih anđela“ znatno porasla u Slovačkoj i to 188 %, u Mađarskoj 135 %, a u Luksemburgu 98 %.

Prema Izvješću EBAN-a u Hrvatskoj su 2021. godine bila registrirana dva „poslovnih anđela“ čiji je iznos ulaganja bio 1,40 milijuna EUR-a. Zbog svoje prirode anonimnosti ne mogu se pribaviti konkretni podatci.<sup>544</sup> No iz svega iznesenog, unatoč smanjenom ulaganju „poslovnih anđela“ prouzročenog općom gospodarskom situacijom zbog bolesti COVID-19, čini se da su „poslovnih anđela“ vrlo važni dionici tržišta kapitala, koji osim ulaganjem svog kapitala i svojim iskustvom mogu znatno pridonijeti razvoju potencijalnih mladih društava kapitala.

### 3.1.3. Odnos ulagatelja u alternativni investicijski fond i upravitelja alternativnog investicijskog fonda

---

<sup>539</sup> EBAN Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2021 (u daljnjem tekstu: EBAN Statistic Compendium 2021), dostupno na: <https://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics-2/> (23.3.2023.).

<sup>540</sup> EBAN Statistics Compendium 2017, str. 6.

<sup>541</sup> Ibid., str. 9., dostupno na: <https://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics-2/> (27.12.2021.).

<sup>542</sup> EBAN Statistics Compendium 2021., str. 12. i 13.

<sup>543</sup> Loc. cit.

<sup>544</sup> EBAN Statistic Compendium 2021., str. 14.

AIFMD<sup>545</sup> ne određuje pravni oblik u kojem treba biti ustrojen AIF i ne smatra ga odlučujućim, kao niti pravnu strukturu UAIF-a,<sup>546</sup> no određuje da UAIF mora biti pravna osoba.<sup>547</sup> Gledajući komparativno, svaki nacionalni zakonodavac usvaja tipologiju fondova u skladu sa svojim gospodarskim i pravnim osobitostima.

U nastavku će se analizirati motivacija ulagatelja za odabir fona u koji će uložiti, uz napomenu da motivacija pravnim oblikom nije odlučujuća. Elementi koji utječu na odluku ulagatelja ovise o mnogo čimbenika, pa tako između ostalog o iznosu ulaganja i rok na koji je ulagatelj spreman uložiti u AIF, može li ulagatelj svoj udjel svakodobno otkupiti ili je povrat vremenski uvjetovan, je li u dostano diverzificirao svoje ulaganje, koliki prinos može očekivati od ulaganja u fond te kakav je porezni tretman njegova ulaganja.

Kao jedna od razlika koja može prevagnuti pri odabiru ulaganja, ako ne i odlučujuća jest, mogućnost otkupa udjela u AIF-u, npr. otvorenom - koji dopušta otkup udjela ulagateljima uobičajeno na dnevnoj bazi.<sup>548</sup> To znači da ulagatelji tih fondova mogu svakodobno zatražiti otkup svog udjela i time izaći iz AIF-a. Često se ističe da je to najzastupljenija investicijska strategija ulagatelja u otvorenim fondovima, te da dok god je ona zastupljena kao exit, ona potpuno umanjuje inicijativu ili volju ulagatelja da se koristi nekim drugim pravima kojima bi mogli utjecati na upravitelje.<sup>549</sup> Zatvoreni fondovi ne dopuštaju otkup financijskih instrumenata – udjela / uloga svojim ulagateljima. Ulagatelji zatvorenih fondova mogu prodati svoje financijske instrumente na tržištu ili dionice na burzi, ako su uvrštene, kao i dioničari svakoga drugog d.d. No, ulagatelji zatvorenih fondova s pravnom osobnošću za razliku od ulagatelja u otvorenim fondovima, stječu i članska prava.<sup>550</sup>

PE/VC uobičajeno ne daju pravo na otkup svojih udjela. Oni egzistiraju određeni broj godina (od sedam do deset) nakon čega dolazi do njihove likvidacije i podjele imovine ulagateljima. U zatvorenim VC/PE uobičajeno se ugovara lock up period tijekom trajanja fonda te u njma žele imati puno veću kontrolu nad svojim ulaganjem i upraviteljem, jer ne mogu prije gašenja fonda naplatiti svoje ulaganje. To bi značilo da nedostatak likvidnosti takvi fondovi nadomještaju kontrolnim pravima u portfeljnom društvu te time proaktivni ulagatelji mogu utjecati na

---

<sup>545</sup> Članak 2.(2b) AIFMD-a.

<sup>546</sup> Članak 2.(2c) AIFMD-a.

<sup>547</sup> Članak 4.(1b) AIFMD-a.

<sup>548</sup> Morley, John, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*; *The Yale Law Journal*, vol. 123, (2014), str. 1118-1625., str. 1235., dostupno na: <https://www.yalelawjournal.org/pdf/1228.Morley.1287zmw59iqn.pdf> (5.5.2020.).

<sup>549</sup> Loc. cit.

<sup>550</sup> Vidi više o članskim pravima, str. 65.

korporativno upravljanje u portfeljnom društvu, upravo kroz svoja članska prava. Neki autori ističu da ulagatelji u AIF nedostatak mogućnosti izlaska iz ulaganja, tzv. exit, kompenziraju kroz kontrolna prava, tzv. voice.<sup>551</sup>

Hoće li se neki fond osnovati kao otvoreni ili zatvoreni ovisit će o odluci i strategiji UAIF-a, koji mora voditi računa o pravnom obliku u kojem će osnovati fond, pritom vodeći računa da je kod otvorenih AIF-ova, UAIF obvezan osigurati svakodobnu likvidnost fonda kako bi mogao ispoštovati zahtjev ulagatelja za otkupom,<sup>552</sup> dok se takav zahtjev pred UAIF zatvorenog fonda ne postavlja.<sup>553</sup> UAIF-ovi često u ugovore o ulaganju ugrađuju odredbu, tzv. redemption restrictions kojom se štite upravitelji koji nemaju trenutnu likvidnost. Njome se propisuje da ulagatelji moraju pričekati neko kraće vrijeme na isplatu udjela. No ako to UAIF ne ispuni slijedi likvidacija fonda.<sup>554</sup>

UAIF osniva fond kako bi upravljao njime i ostvario naknadu (engl. carried interest) koja uobičajeno iznosi 20 % od dobiti.<sup>555</sup> Stoga, način na koji će UAIF ustrojiti AIF ovisi o brojnim čimbenicima, no najčešće se odabire najprihvatljiviji operativni model kroz koji UAIF može najlakše provesti investicijske strategije AIF-a. Stoga, ako AIF uskraćuje likvidnost ona se kompenzira kontrolnim pravima kako bi se održala motivacija ulagatelja. Način ustroja AIF-a ovisi i o nacionalnom zakonodavstvu države u kojoj se osniva. Kako je pravno strukturiranje komparativno različito, u nastavku će se rada prikazati komparativni oblici pravnog ustroja AIF-a.

#### 3.1.4. Odabir pravnog oblika za alternativni investicijski fond

---

<sup>551</sup> Loc. cit.

<sup>552</sup> U skladu s mišljenjem ESME razlikovanje otvorenih i zatvorenih AIF-ova temelji se na učestalosti otkupa. AIF koji nudi otkup svojih udjela manje nego jednom godišnje trebao bi se smatrati zatvorenim AIF-om. Vidi više: Mišljenje ESME od 13. kolovoza 2103., dostupno na: [esma.europa.eu](http://esma.europa.eu) (6.6.2020.). No, konačno je određeno da se UAIF-om zatvorenog AIF-a smatra UAIF koji upravlja AIF-ovima čije se dionice ili udjeli isplaćuju ili otkupljuju iz imovine AIF-a nakon početnog razdoblja od pet godine. Članak 1. stavak 5. Uredbe Komisije (EU) br. 64/2014 od 17. prosinca 2013. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se određuju vrste upravitelja alternativnih investicijskih fondova – SI L 183 od 24.6.2014.

<sup>553</sup> UAIF-ovi zatvorenih fondova nisu prisiljeni prodati portfelj u svrhu osiguranja likvidnih sredstava kako bi ispunili obvezu otkupa za razliku od UAIF otvorenih fondova. Vidi više: Thoma, Georg F., Steck, Kai-Uwe; The German Investmentaktiengesellschaft (closed-end fund): Investment alternative or legislative failure?, dostupno na:

<https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=1268&context=jil> (6.6.2020.).

<sup>554</sup> Lavoie Guillaume: Should Private Venture fund Managers import the mutual funds and hedge fund open-ended structure?, bilj. br. 752., str. 4-87., str. 9., dostupno na: [www.lavery.ca](http://www.lavery.ca) (13.6.2020.).

<sup>555</sup> Morley, John, op. cit., bilj. br. 548., str. 1257.

Nakon što se UAIF osnuje i dobije odobrenje za rad, idući je korak osnivanje AIF-a. UAIF<sup>556</sup> dostavlja privatnu ponudu ograničenom broju potencijalnih ulagatelja<sup>557</sup> predmnijevajući da bi mogli biti zainteresirani za ulaganje u AIF, ili<sup>558</sup> ide javnom ponudom udjela fonda prema širokom broju ulagatelja.<sup>559</sup> Ulagatelji bi pri samom osnivanju AIF-a, u inicijalnoj investicijskoj etapi, trebali dobiti sve informacije kroz prospekt ili pravila društva koje se osniva i kojih se je društvo dužno pridržavati cijelo vrijeme svog postojanja. Transparentnost prema ulagateljima, što predmnijeva da svi ulagatelji u isto vrijeme i na isti način dobiju jasnu informaciju,<sup>560</sup> jedno je od osnovnih načela poslovanja fondova u smislu sprječavanja sukoba interesa.

Usvajanjem i primjenom AIFMD-a, države članica EU-a unijele su promjene u svoje nacionalno zakonodavstvo vezano za oblik osnivanja fondova u cilju modernizacije i podizanja kompetitivnosti te poticanja ulaganja i razvoja fondovske industrije. S obzirom na to da zakonodavstvo država članica raspolaže širokom paletom pravnih mogućnosti ustroja tih fondova u nastavku će se rada izlažiti neki od najvažnijih oblika.

U pravu zemalja anglosaksonskog kruga PE/VC najčešće<sup>561</sup> je pravno organiziran kao, tzv. *limited partnership*.<sup>562</sup> Riječ je o „modelu ortaštva“, komanditnog društva, gdje postoji generalni partner – komplementar, koji odgovara neograničeno i koji preuzima na sebe funkciju

---

<sup>556</sup> UAIF se često naziva i *general partners* ili *advisors*. Vidi više: *ibid.*, str. 1238.

<sup>557</sup> Člankom 30. stavak 1. pozivom na članak 4. stavak 3. Pravilnika o vrstama AIF-ova propisano je kojim se osobama mogu nuditi udjeli AIF-a rizičnog kapitala.

<sup>558</sup> Člankom 8. stavak 1. Pravilnika o vrstama AIF-ova propisano je da kada se udjeli otvorenog AIF-a nude javnom ponudom na odgovarajući se način primjenjuju odredbe ZOIF-a vezano uz izradu i objavu prospekta i pravila, dostavljanje prospekta i pravila ulagatelja, nuđenje udjela i oglašavanje te objavu i dostavu svih informacija, izvještaja i podataka, koji se trebaju učiniti dostupnima ulagateljima.

<sup>559</sup> U zakonodavnom okviru luksemburškog prava, tzv. *private placement* (privatna ponuda) nije reguliran zakonom. No, pod time se smatra sve što je oglaseno putem medija pod uvjetom da sadrži sve podatke dovoljne za ulagatelje da donesu odluku o ulaganju. Opće je prihvaćeno da se „privatna ponuda“ primjenjuje kada se šalje već postojećim poznatim ulagateljima. Vidi više: Partsch, T., Forget, E., *The Luxembourg Implementation of the AIFMD*, u: Zetzsche, D. A., *op. cit.*, bilj. br. 99., pogl. 30., str. 752.

<sup>560</sup> IOSCO, *Private Equity Conflicts of Interest (Consultation Report)*, 2009. (u daljnjem tekstu: IOSCO – sukob interesa), dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD309.pdf> (5.1.2020.), str. 12.

<sup>561</sup> *Limited partnership* je u Europi, a i drugdje, najzastupljeniji oblik ustroja PE-a, a što proizlazi iz ugovorne forme koja može umanjiti sukobe interesa i troškove, a uz to prate ga i porezne olakšice. Vidi više: McCahery, Joseph A., Vermeulen, Erik P.M., *Recasting Private Equity Funds after the Financial Crisis: The End of „Two and Twenty“ and the Emergence of Co-Investment and Separate Account Arrangements*; 2013, ECGI- Law Working Paper No. 2013-6, str. 1-38., str. 13., dostupno na: [http://ssrn.com/abstract\\_id=2351816](http://ssrn.com/abstract_id=2351816) (25.7.2020.).

<sup>562</sup> HM Treasury - *Legislative Reform Order on the Limited Partnership Act explanatory document*, dostupno na: [https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR\(Private-Fund-Limited-Partnerships\)Order-2017-ED.pdf](https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR(Private-Fund-Limited-Partnerships)Order-2017-ED.pdf) (6.4.2020.), str. 8.

upravljanja i limited partneri (engl. sleeping partners)<sup>563</sup> komanditori koji odgovaraju ograničeno.<sup>564</sup> Ti fondovi nemaju pravnu osobnost,<sup>565</sup> osnivaju se putem Partnership agreementa<sup>566</sup> što im omogućava veću dispozitivnost u uređivanju njihovih međusobnih prava i obveza kako bi ih u što više prilagodili svojim ulagateljskim ciljevima.<sup>567</sup> UAIF – management companies/general partners osniva fond kako bi privukao ulagatelje,<sup>568</sup> zatim AIF potpisuje ugovor s UAIF-om, kojeg ulagatelji mogu ili potpisati odvojeno ili s management company<sup>569</sup> – UAIF-om, a kojeg mogu ugraditi izravno u pravila fonda article of organization of funds. Njime su se UAIF i AIF usuglasili koje će sve operativne i administrativne poslove obavljati UAIF za AIF. Ugovor nadalje daje pravo UAIF-u da samostalno upravlja AIF-ovim sredstvima i investicijskim strategijama. No, od UAIF-a se očekuje i da uloži vlastiti novac u AIF.<sup>570</sup>

Kako u ovom odnosu imamo tzv. general partnera čiji je ulog, a samim time i rizik, ali i odgovornost, znatno veća negoli rizik i odgovornost ostalih limited partnera, za očekivati je da general partner zahtijeva „povlašteni tretman“. Takav tretman mu daju određene pogodnosti pri nuđenju udjela, a koje nisu ponuđene ostalim ulagateljima ili da mu daju pogodnosti u vidu manje naplaćenih naknada za upravljanje fondom i sl. Razlog tomu je taj, da UAIF-ovi računaju da će te vrste ulagatelja pomoći svojom mrežom kontakata i time pridonijeti u odnosu na određenu industriju ili sl. S obzirom na sličnosti tehnika ugovaranja u fondovskoj industriji

---

<sup>563</sup> Repiquet, Domina M., Regulatory competition in European Partnership Law: A case of Alternative Investment Funds; A Case of Alternative Investment Funds, Amsterdam Law Forum, vol. 10, br. 4 (2018.), str. 4–22., dostupno na: <http://doi.org/10.37974/ALF.313> (5.4.2020.)

<sup>564</sup> Kod *limited partnershipa* komanditor – glavni partner može se pojaviti u trojakoj ulozi – kao glavni partner, kao upravitelj *partnershipa* i kao UAIF u kojem će se slučaju u skladu s AIFMD-om smatrati unutarnjim upraviteljem AIF-a te se mora uskladiti sa zahtjevima iz AIFMD-a, *ibid.*, str. 6.

<sup>565</sup> Ako je osnovano *limited partnership* u Engleskoj i Welsu nema pravnu osobnost, no ako je osnovano u Škotskoj onda ima pravnu osobnost. *Ibid.*, str.12.

<sup>566</sup> *Limited partnership agreement* sastoji se od tri kategorije odredbi: odredbe o formiranju fonda i vremenu njegova trajanja, o visini ulaganja ulagatelja i UAIF-a i naknada upravitelju te strukture upravljanja u cilju osiguranja ustrojavanja fonda kako bi se njime najefikasnije upravljalo. Vidi više: McCahery, Joseph A., Vermeulen, Erik P.M., *op. cit.*, bilj. br. 504., str. 13.

<sup>567</sup> Cumming, Douglas, Fleming, Grant, Schweinbacher, Armin, The structure of venture capital funds, u: Landström, H. (ed.), *op. cit.*, br. 8., pogl. 5., str. 155-176, str. 163., autori navode da takav oblik ustroja fonda ima tri pravne prednosti: prva da izbjegnu dvostruko oporezivanje dobiti, a što ne bi mogli ako su ustrojeni kao trgovačko društvo, druga je prednost u ograničavanju odgovornosti. Upravitelj fonda uključen je u dnevno upravljanje fondom i donosi odluke bez miješanja institucionalnih ulagatelja. Treću prednost navode upravo u nastajanju na ugovornoj osnovi te time mogu ugovoriti puno slobodnije svoje odnose negoli što bi to mogli da se osnuju kao trgovačko društvo.

<sup>568</sup> *Managment companies* može biti malo društvo, ali može biti i u okviru financijskog konglomerata kao Goldman Sachs, Bank of America i sl. Vidi više: Morley, John, *op. cit.*, bilj. br. 548., str. 1238.

<sup>569</sup> Ulagatelji/partneri zaključuju ugovor o vođenju poslova društva s UAIF-om kao s pravnom osobom i ne mogu promijeniti upravu UAIF-a. Ako su ulagatelji u AIF-u nezadovoljni s upravom UAIF-a, moraju promijeniti UAIF. Nakon toga UAIF traži ulagatelje izvan AIF-a. *Ibid.*, str. 1238-40.

<sup>570</sup> Na taj način UAIF osigurava dodatno povjerenje ulagatelja da će se brinuti o ulaganju s obzirom na to da je uložio i vlastiti kapital.



posebno kod HF-ova, oni se često koriste *side pocket računom* i *side letter sporazumima*. *Side pockets račun* je poseban račun koji koriste fondovi kako bi odvojili nelikvidnu imovinu od ostale, likvidne imovine te ulagatelju dopušta poseban tretman pri zahtjevu za otkupom udjela.<sup>571</sup> *Side letters* su popratni sporazumi između HF-a i povlaštenih ulagatelja. Takvi su ulagatelji uobičajeno ključni i bez njihove financijske potpore bi bilo ugroženo poslovanje fonda. No, kako je *general partner* uobičajeno i UAIF, tu može doći do potencijalnog sukoba interesa, osobito ako takve odredbe nisu jasno i transparentno uređene *partnership agreementom*.<sup>572</sup> Njihov povlaštenu tretman ogleda se u prednosti pri otkupu udjela ili u samom otkupu. U cilju zaštite svih ulagatelja AIF-a, vrlo je važno da svi imaju informaciju o takvim ugovorima već pri samom ulaganju.<sup>573</sup> Ako su *side letters* transparentno uređeni u *partnership agreementu* ili je predviđena njihova mogućnost, na način da su i ostali partneri upoznati s njihovim sadržajem, tada se ne smatra da su oni „povlastica“ i nema odgovornosti UAIF-a za postupanje na način ugovoren tim sporazumom.<sup>574</sup> Kod PC/VC se kroz *partnership agreeemet* uobičajeno ugovara da ako *general partner* izađe iz fonda, raspušta se cijeli fond.<sup>575</sup> U PE/VC-ovima često postoje tijela koja se različitog nazivlja, tzv. *advisory boards*, kroz koje ulagatelji u PE fondovima ne sudjeluju u upravljanju fondom na dnevnoj bazi, no ipak imaju pravo veta u situacijama ako dođe do sukoba interesa.<sup>576</sup> S obzirom na dispozitivnost ugovornih odredbi niz je odstupanja kojima ulagatelji prilagođavaju fond svojim osobnim interesima i ciljevima. Stoga, klasični oblik *limited partnershipa*,<sup>577</sup> odnosno komanditnog društva, koji potječe iz zakonodavstva UK-a obilježavaju tri glavne značajke: dispozitivnost u ugovaranju, ograničena odgovornost ulagatelja – komplementara i porezna transparentnost.<sup>578</sup> Upravo te značajke

---

<sup>571</sup> Taj je račun prvotno zamišljen u cilju zaštite ulagatelja od otkupa određenih kategorija imovine. Kada takvog računa nema, UAIF pri otkupu prvo prodaje likvidna sredstva, što automatski u imovini fonda ostavlja više nelikvidne imovine te izlaže preostale ulagatelje povećanom riziku otežane prodaje nelikvidne financijske imovine. Pri izlasku iz fonda – otkupu udjela, ulagatelji ugovaraju na različite načine uz *side pocket račun*: ili se ulagatelju i taj očekivani dobitak uračuna u otkup, ili se u nekim slučajevima otkupna cijena obračunava bez učešća *side pocket računa*. U tom slučaju ulagatelj se odriče svog prava na taj račun, ili najčešće, otkupi se udjel, a ostavi se dio koji se odnosi na *side pocket račun* te tada bivši ulagatelj ostvaruje udio u njemu kada se ulaganje realizira. Najčešće se na takvom računu nalaze dionice društava koje nisu uvrštene na uređeno tržište, a u transakciji sudjeluju ulagatelji koji su odlučili uložiti u fond na duže vrijeme. Vidi više: McVea, Harry, op. cit., bilj. br. 27., str. 370-372.

<sup>572</sup> IOSCO – sukob interesa.

<sup>573</sup> McVea, Harry, op. cit., bilj. br. 27., str. 343-399.

<sup>574</sup> Repiquet, Domina M., op. cit., bilj. br. 563., str. 7.

<sup>575</sup> Morley, John, op. cit., bilj. br. 548., str. 1239.

<sup>576</sup> Ibid., str. 1255.

<sup>577</sup> Luksemburg je putem AIFMD-a modernizirao model *limited partnershipa* uvodeći *special limited partnership regime*, UK je uvela *private fund limited partnership*, a Francuska je po prvi put uvela *limited partnership* model u svoje zakonodavstvo. Repiquet, Domina M., op. cit., bilj. br. 563., str. 2.

<sup>578</sup> Putem transparente objave podataka izbjeći dvostruko oporezivanje, *ibid.*, str. 3-8.

forme limited partnershipa omogućavaju UAIF-u da osnuje AIF u državi članici EU-a koja im nudi najpovoljniji zakonodavni okvir iz kojega će iscrpiti najveće povlastice, tzv. regulatory arbitrage<sup>579</sup> te je stoga presudna pri odabiru ulagatelja o vrsti fonda u koju će uložiti.

U UK-u je 2017. godine usvojen Private Limited Partnership Order 2017 (u daljnjem tekstu: PLPO),<sup>580</sup> kojim je modernizirana struktura partnershipa koji počiva na zakonodavstvu starom više od stotinu godina.<sup>581</sup> PLPO se primjenjuje na fondove koji nude svoje udjele privatnom ponudom, imaju strukturu limited partnershipa, ustrojeni su na ugovornoj osnovi uz zadani pisani oblik ugovora, primjerice za PE i VC,<sup>582</sup> no i dalje zadržava tri osnovne značajke: ograničenu odgovornost, poreznu transparentnost i dispozitivnost u ugovaranju. PLPO uvodi tzv. white list kojom se uređuju u private limited partnershipu prava partnera, pa tako više limited partner ne može sudjelovati u upravljanju AIF-om a da pri tome ne izgubi povlasticu ograničene odgovornosti. Naime, regulator je zauzeo stajalište da, iako su privatni ulagatelji pasivni, mora postojati instrument putem kojeg će nadzirati rad UAIF-a- Stoga svatko tko preuzme kontrolu nad upravljanjem postaje general partner i mora preuzeti i odgovornost za upravljanje.<sup>583</sup> Time se ne isključuje, niti ograničava pravo limited partnera da bude zaposlenik UAIF-a. Limited partnerima dopušteno je sudjelovati u unutarnjem, internom upravljanju AIF-a te nadziranjem vanjskog UAIF-a kontrolirati svoje ulaganje.<sup>584</sup> Važno je napomenuti da white list nije isključiva, već je partneri mogu nadopunjavati. PLPO kao novost uvodi i da limited partner nije dužan uplatiti neki određeni iznos u partnerstvo,<sup>585</sup> a ako ga uplati, nije ga dužan evidentirati i može ga povući u bilo koje doba, a što je velika razlika od klasičnog limited partnershipa, gdje obveza i uplate i evidentiranja postoji. Stoga, ako partner ne uplati po pozivu

---

<sup>579</sup> No aktivnost takvih fondova vrlo je rijetko usredotočena samo na jednu jurisdikciju. Pa se tako, npr. AIF i UAIF uobičajeno osnivaju u dvije jurisdikcije. AIF se obično osniva u *off shore* području (Luksemburg, Irska, Kajmanski otoci) kako bi se minimalizirala regulatorna obveza, dok se UAIF osniva u nekom većem investicijskom centru, npr. Londonu gdje UAIF ostvaruje veće kontakte s ulagateljima te na taj način dijele porezne obveze, *ibid.*, str. 3-8.

<sup>580</sup> Private Limited Partnership Order 2017 (u daljnjem tekstu: PLPO), dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2017/514/contents/made> (12.6.2020.).

<sup>581</sup> Partnership Act 1890, Limited Partnership Act 1907. Tim je propisom reguliran *limited partnership*, dok su fondovi regulirani kroz Financial Services and Markets Act 2000 i Financial Conduct Authority Handbook, Repiquet, Domina M., op. cit., bilj. br. 563., str. 6.

<sup>582</sup> HM Treasury - Legislative Reform Order on the Limited Partnership Act explanatory document, op. cit., str. 7.

<sup>583</sup> Repiquet, Domina M., op. cit., bilj. br. 563., str. 10.

<sup>584</sup> Sekcija 5 (4) (a) PLPO 2017. u donošenju odluka o pravima i obvezama partnera, mogu sudjelovati i mogu biti jamci *partnershipu*, mogu savjetovati glavnog partnera o *partnershipu* ili poslovima povezanim s njima.

<sup>585</sup> Sekcija 3 (3) (b) PLPO 2017.

kapital<sup>586</sup> posljedica je ugovorna kazna default penalty. Private limited partnership nema obveze objavljivanja članova partnerstva (kao što je bila za limited partnership) u službenom glasilu (osim u Izvješću za Companies House) niti objave prenošenja prava s generalnog partnera na limited partnera, kao ni objavljivanja prava i obveza iz ugovora kako bi se dalo više povjerljivosti i privatnosti odnosima partnera, ali zadržavajući transparentnost u odnosu na vlasničku strukturu fonda prema regulatoru.<sup>587</sup> Takav pristup regulatora naginje starim obrascima ponašanja „kreiranju fondova ispod radara“, o kojima se kao i o njihovim članovima malo zna, a što nije u skladu s načelima koja su temelj AIFMD-a. Kao što vidimo, za takva je društva jedan dio pri osnivanju propisan kao obvezatan sadržaj određen zakonodavnim okvirom, dok se veći dio ostavlja samim partnerima na dispoziciju, što je razlog da se o njihovim unutarnjim odnosima vrlo malo zna.

Luksemburg je također, uvodeći AIFMD, iskoristio priliku i modernizirao dotadašnje uređenje limited partnershipa na način da je uveo societe en commandite speciale. Ono je bez pravne osobnosti i nastaje na ugovornoj osnovi koju mogu vrlo široko proširiti ugovaranjem dispozitivnih odredbi.<sup>588</sup> U takvom obliku generalni partner može odobriti završni račun bez ostalih partnera, predviđen je visoki stupanj povjerljivosti između partnera, kod registracije AIF-a potrebno je evidentirati samo izvadak iz ugovora bez navođenja imena i uloge partnera.

U Francuskoj je 2015. godine putem, tzv. Law Macron<sup>589</sup> uvedena forma ograničenog partnerstva, tzv. societe de libre partenariat. Ustrojena je kao iznimka od odredbi koje se odnosi na, tzv. societe en commandite. Uvedeno je u cilju da se koristi za specijalne AIF-ove (engl. fonds professionnel specialise).<sup>590</sup> Pripada kategoriji AIF-ova koji se osnivaju na ugovornoj osnovi, ne zahtijevaju odobrenje regulatora, već se smatraju osnovanim deklaratorno, mjesec dana nakon objave osnivanja u službenom listu.<sup>591</sup> No za razliku od private limited partnershipa u UK-u i Luksemburgu, u Francuskoj ono ima pravnu osobnost odvojenu od svojih članova i ulagatelji mogu biti samo profesionalni ulagatelji. Time ovi profesionalni ulagatelji imaju veću slobodu ugovaranja te manji regulatorni nadzor, ali snose i veći rizik. U odnosu na

---

<sup>586</sup> *Defaults on capital calls* postao je veliki problem tijekom 2001. i 2002. godine, kada su se stotine ulagatelja odlučile smanjiti svoj ulog u kapital - Banal-Estanol, Albert, Ippolito, Filippo, Contractual Terms and Conditions in Private Equity Partnership Agreements, str. 1-46., dostupno na: <https://www.semanticscholar.org/paper/Contractual-Terms-and-Conditions-in-Private-Equity-Banal-Esta%C3%B1oIppolito/> (5.4.2020.).

<sup>587</sup> Sekcija 8. PLPO-a.

<sup>588</sup> Članak 22. (1) (2) Zakona o trgovačkim društvima iz 2015. godine.

<sup>589</sup> Zakon br. 2015-990, Službeni list od 6. kolovoza 2015. godine.

<sup>590</sup> Ibid., članak 214.-154.

<sup>591</sup> Ibid., članak 214.-153.

transparentnost o vezi sa zahtjevom za javnom objavom ulagatelja, ona nije zadovoljena i ne zahtijeva se,<sup>592</sup> a u čemu se vidi sličnost s UK-om i Luksemburgom.

U Njemačkoj fondovi osnovani na ugovornoj osnovi nemaju pravnu osobnost, njima upravlja vanjski UAIF u skladu s AIFMD-om i zakonom. Uobičajeno je da ulagatelji formiraju i povjerenički odbor koji ima predstavnika najvećih ulagatelja i depozitara te oni s glasačkim pravima mogu utjecati na UAIF. No s pravne strane takav odbor ima samo savjetodavnu funkciju.<sup>593</sup>

Drugi ustrojbeni oblik su fondovi utemeljeni na trustu.<sup>594</sup> Trust je institut stvarnog prava kojim se omogućava objedinjavanje funkcija različitih nositelja stvarnopravnih ovlaštenja na nekoj imovini.<sup>595</sup> Povjerenicima imovine (engl. trustees), pripadaju prava (engl. title), vlasnika imovine te se brinu da UAIF upravlja u skladu s investicijskim ciljevima propisanim u trust deedu. UAIF je ovlašten upravljati imovinom fonda (engl. control), dok su ulagatelji osobe u čiju se korist imovinom upravlja (engl. beneficiaries).<sup>596</sup> U UK, trust može biti osnovan na ugovornoj osnovi,<sup>597</sup> ali i kao društvo s pravnom osobnošću Investment company.<sup>598</sup> Investment

---

<sup>592</sup> Ibid., članak 214.-206-1.

<sup>593</sup> Schmies, Christian, Germany, u: Dickson, P. (ed.), The Asset management Review, (2012), Law Business Research Ltd, 8. ed., London, , pogl. 7., str. 115-126., str. 119., dostupno na: <https://bahr.no/wp-content/uploads/2019/10/Norway-chapter-The-Asset-Management-Review-8th-Edition.pdf>, (23.9.2021.)

<sup>594</sup> „U današnje vrijeme *unit trust* označava ulaganje 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 pak odbijaju naknade za upravljanje i drugi s time povezani troškovi.“ *Trustees*, povjerenici fonda se brinu da upravitelji fonda upravljaju fondom na način određen *trust deedom*. *Investment trust* su fondovi koji su uvršteni na londonsku burzu i pripadaju u zatvorene fondove. *United trusts* su otvoreni i ne kotiraju na burzi kao ni *open-end investment companies* koja su društva s varijabilnim kapitalom. Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 30.

<sup>595</sup> Za razliku od *trusta*, mnoge europske zemlje su razvile slične oblike *fiducia – Treuhand*, koji počivaju na fiducijarnim načelima. U Njemačkoj *Treuhand* postoji od kraja 19. stoljeća, no njegova uloga i nije previše zaživjela. On se koristi za upravljanje imovinom jedne osobe u korist druge. Povjerenik je upravitelj imovine i prema vani može njome raspolagati, dok je prema unutra vezan ugovorom s ulagateljem. Umjesto da koristi *equity law* njemački je zakonodavac kroz obvezno pravo došao do sličnog rezultata. U Francuskoj zakonodavac je neku vrstu *trusta*, *fiducia* uveo tek 2017. godine. *Fiducia* nastaje na ugovornoj osnovi i uključuje prijenos imovine od ulagatelja (*constituant*) na povjerenika (*fiduciare*). Prenesena imovina ne postaje dio povjerenikove imovine (*partrimoine*). I povjerenik engl. *trusta*, i njemačkog *Treuhand* i franc. *fiducie*, je obvezan držati povjerenu mu imovinu odvojeno od svoje imovine. Vidi više: Gelter, Martin, Helleringer, Genevieve, Fiduciary Principles in European Civil Law Systems, str. 26-27., 2018., Oxford Handbook of Fiduciary Law, Law Working Paper, br. 392(2018), dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=3142202> (23.10.2020.).

<sup>596</sup> Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 27.

<sup>597</sup> Vidi više: Wegman, Hanna Elizabeth, Investor Protection Towards Additional EU Regulation of Investment Funds? Wolters Kluwer, 2015, Str. 97-114., dostupno na: <http://hdl.handle.net/1887/38038> (12.7.2020.).

<sup>598</sup> *Investment company* je izraz korišten u AIFMD-u, a označava fondove koji imaju pravnu osobnost, u njemačkoj se zove *Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital* u Francuskoj *SICAV (societe d investissement a capital variable)*. Dok fondove koji nemaju pravnu osobnost europske direktive koje uređuju investicijske fondove nazivaju *common funds* (u njemačkom pravu *Sondervermogen*, u francuskom *fond de commoun de placement*). Vidi

trust, kao zatvoreni AIF najčešće je osnovan kao public limited companies,<sup>599</sup> odnosno kao d.d. i njegove su dionice uvrštene na uređeno tržište. Dioničari Investment trusta mogu prodavati na burzi svoje dionice bez ograničenja, pa i po nižoj cijeni od tržišne. Budući da su dionice takvog društva uvrštene ono mora poštovati sve zahtjeve kao i druga uvrštena društva,<sup>600</sup> mora poslovati u skladu s objavljenom investicijskom politikom, a svaku njenu promjenu moraju odobriti dioničari. Investment trust ima upravu, ali upravljanje fondom uvijek delegira UAIF-u koji mora zadovoljavati uvjete iz AIFMD-a. Za ulagatelje, koji nisu skloni strukturi trusta, regulator je na temelju Open End Investment Companies Regulations (2001) ustrojio društvo Open End Investment Company (OEIC)<sup>601</sup> društvo s varijabilnim kapitalom. OEIC mora dobiti odobrenje regulatora.<sup>602</sup> Jedan je od najvažnijih zahtjeva, a ujedno i najveća razlika od Investment trusta, da OEIC u osnivačkim aktima mora predvidjeti obvezu društva za otkup ili prodaju dionica na zahtjev svojih članova prema cijeni neto vrijednosti OEIC-a, a koja se određuje u skladu s osnivačkim aktom društva. Uz to, osnivači su ovlašteni prodati svoje dionice na burzi pod uvjetom da njihova cijena znatno ne odstupa od cijene koju bi dobili da je otkupljuju ili prodaju OEIC-u.<sup>603</sup> Takav zahtjev svrstava tako ustrojeni fond u otvoreni fond jer predviđa svakodobnu otkupivost udjela od društva – fonda. To je i najveća razlika od Investment trusta u kojem dioničari toga zatvorenog fonda ne mogu tražiti otkup svojih dionica od društva, no u svakom trenutku mogu slobodno, bez ograničenja cijene, prodati svoje dionice na uređenom tržištu.

U Njemačkoj je moguće fond s pravnom osobnošću osnovati kao zatvoreni fond, kao d.d. s fiksnim kapitalom ili kao otvoreni fond, kao d.d. s varijabilnim kapitalom.<sup>604</sup> Investement AG

---

više: Čulinović-Herc, Edita Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 30.

<sup>599</sup> Na njega se primjenjuju odredbe Companies Act (2006), kao i na ostala dionička društva. Vidi više u: Schmies, Christian, op. cit., bilj. br. 593., str. 385.

<sup>600</sup> *Listing Rules*, koja su dio *FCA Handbooka*, u poglavlju 15 određena su pravila s kojima se zatvoreni investicijski fond čije su dionice uvrštene na burzu, mora uskladiti pa tako mora uvrstiti dionice na službeno tržište (premium listing) LR (1) (59)(1), zatim mora diverzificirati svoj portfelj LR (15)(2)(2), uprava *Investment trusta* mora moći djelovati neovisno o upravitelju LR (15)(2)(11).

<sup>601</sup> Uveden je u zakonodavstvo UK-a 1997. godine. Open End Investment Company Regulations, 2001, S.I. 2001., (1228) UK (u daljnjem tekstu: OEICS) „OEIC može biti prema shvaćanju *common lawa – trust*, a prema *civil law – trgovačko društvo*“. Vidi više: Raunds, Charles E., Dehio, Andreas, *Publicly Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures*, 4th ed., New York University Journal of Law & Business, vol. 3, (2007), str. 474-509., str. 496.

<sup>602</sup> To će odobrenje dobiti nakon što dokaže da su osnivački akti usklađeni s Regulations OEICS. Mora biti naveden minimalni i maksimalni iznos kapitala (4)(1)(c), prava koja pripadaju dioničarima na temelju svake klase udjela (4)(1)(f) Regulations OEICS.

<sup>603</sup> Članak 15. (11) (b) Regulations OEICS.

<sup>604</sup> Fondovi osnovani kao d.d. u Njemačkoj čine manjinu. Vidi više: Schmies Christian, op. cit., bilj. br. 535., str. 116., Emde, Thomas, op. cit., bilj. br. 209., str. 831. Vidi općenito još i: Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis,

kao fond s varijabilnim kapitalom<sup>605</sup> je d.d. (fond) kojim upravlja vanjski upravitelj te su dionice svakodobno otkupive od društva, a što kod klasičnoga d.d. nije moguće zbog načela očuvanja temeljnoga kapitala.<sup>606</sup> Dioničari društva neposredno utjecaju na investicijsku politiku i to putem dviju novih vrsta dionica (Unternehmensaktien - poduzetničkih dionica, koje daju pravo glasa na glavnoj skupštini društva i namijenjene su osnivačima i dionicama aktualnih ulagatelja koje ne daju pravo glasa – Anlageaktien).<sup>607</sup> Dioničar može kao jedini dioničar s pravom glasa na skupštini donositi i investicijsku i poslovnu odluku. On tako zadržava trajno kontrolu nad društvom.<sup>608</sup> To, međutim, nije slučaj kod takve vrste ustroja fonda s pravnom osobnošću u Luksemburgu i u Irskoj, u tim državama takva društva strahuju od neprijateljskih preuzimanja. U Francuskoj je također moguće osnovati fond s pravnom osobnošću kao d.d. s varijabilnim kapitalom SICAV – societe d investissement a capital variable.<sup>609</sup> U Njemačkoj su PE i VC fondovi uobičajeno ustrojani kao zatvoreni fondovi i to u obliku Investmentkommanditgesellschaft, komanditnog društva<sup>610</sup> - specijalni fondovi i kao takvi su podložni odredbama AIFMD-a.

U Luksemburgu kao najvećem europskom sjedištu fondova, AIF s pravnom osobnošću može se osnovati kao d.d. s varijabilnim kapitalom (SICAV), gdje kapital varira ovisno o otkupu udjela, ili u odnosu na neto vrijednost fonda, ili se može osnovati kao društvo s fiksnim

---

Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 38.

<sup>605</sup> *Investmentactiengesellschaft* (Investment AG) uveden je 1998. godine u pravni sustav Njemačke s namjerom poticanja nove etape ulaganja i privlačenja profesionalnih ulagatelja. Ulagatelji su ovlašteni u bilo koje vrijeme/odnosno u razdobljima koja su propisana pravilima fonda zatražiti otkup svog udjela, što je upraviteljima fondova prouzročilo probleme s likvidnošću. S obzirom na to da se radi o transakcijama profesionalnih ulagatelja sa značajnim iznosima koji mogu narušiti likvidnost fonda i dovesti u pitanje cilj i svrhu ulaganja činilo je problem još i većim. Stoga u početku nije previše zaživjelo osnivanje takvih fondova zbog *market discount phenomenuma*. Naime kada bi se na temelju javne ponude takvi fondovi osnovali i uvrstili na uređeno tržište, njihove bi se dionice ubrzo počele prodavati po diskontiranim cijenama te bi dosegle cijenu ispod cijene izdanja, upravitelji su se bojali da će ih optužiti za „cheating scheme“. Vidi više: Thoma, Georg H., Steck, Kai-Uwe, *The German Investmentaktiengesellschaft (Close-End Fund): Investment Alternative or Legislative Failure*, Bluebook 20th ed., 23. U.P.J. Intl Econ, L 25, (2002), str. 25-45., str. 28., dostupno na: <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1268&context=jil> (18.6.2020.).

<sup>606</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.10. Načelo zaštite temeljnog kapitala i tehnike financiranja stjecanja vlasničkih instrumenata, str. 201. i dalje.

<sup>607</sup> Spangler, Timothy, *The Law of Private Investment Funds*, 3. ed., Oxford, Oxford University Press, 2018., str. 4.

<sup>608</sup> Derenčinović Ruk, Morana, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, *Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds?*, op. cit., bilj. br. 205., str. 167-175.

<sup>609</sup> Clerc, Christophe, *The AIFMDS Transposition in France*, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 89, pogl. 36., str. 837-847.

<sup>610</sup> Strukturirani kao ortaštva i tako da omogućuje olakšice u poreznom tretmanu svojih ulagatelja. Vidi više: Schimes Christian, op. cit., bilj. 535., str. 116.

kapitalom (SICAF), a koje može biti osnovano, ili kao d.d., ili kao d.o.o..<sup>611</sup> U svakom od tih društava članovi društva mogu dogovoriti da njihove dionice imaju različite klase koje daju određena prava. Budući da je fond ustrojen s pravnom osobnošću u obliku d.d., ulagatelji kao dioničari, mogu izravno utjecati putem odluka skupštine na politiku društva fonda te imenovati upravu i nadzorni odbor i time i posredno utjecati na upravljačku politiku.<sup>612</sup>

U RH AIF se može osnovati bez pravne osobnosti kao otvoreni i kao zatvoreni fond, dok se s pravnom osobnošću može osnovati samo kao zatvoreni AIF. Zatvoreni AIF bez pravne osobnosti predstavlja zasebnu imovinu, koju osniva i kojom upravlja UAIF, u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja u AIF-u, u skladu sa Zakonom<sup>613</sup> i pravilima AIF-a. Pravni režim ove vrste AIF-a jest istovjetan otvorenom AIF-u bez pravne osobnosti s jednom vrlo važnom i velikom razlikom, a to je da udjeli na zahtjev ulagatelja nisu otkupljeni iz imovine AIF-a. Takav oblik AIF-a osnivat će se za pojedina društva posebne namjene – SPV, u koje će ulagati oni ulagatelji koji su spremni čekati na povrat svog ulaganja određeni duži period te će svoj prinos dobiti u trenutku kada AIF ispuni svoj investicijski cilj, a to će biti exit, prodajom SPV-a. Zatvoreni AIF s pravnom osobnošću je pravna osoba koja se osniva i posluje kao d.d., d.o.o. ili k.d. u skladu s odredbama zakona koji uređuju osnivanje i poslovanje trgovačkih društava, ako nije drukčije određeno zakonom.<sup>614</sup> Njega može osnovati vanjski UAIF ili se može osnovati kao zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem, a za osnivanje i upravljanje AIF-om potrebno je dobiti odobrenje HANFA-e.<sup>615</sup>

Iz svega iznesenog može se zaključiti da komparativno postoje tri temeljna oblika investicijskih fondova: fondovi koji nemaju pravnu osobnost, fondovi koji su osnovani kao pravne osobe te fondovi utemeljeni na trustu (a koji može biti i s pravnom osobnošću i bez nje, što je vjerojatno i razlog njihova velikog umnožavanja, kao i u činjenici da potječu iz kolijevke fondova). Iz opisa različitih struktura i podvrsta AIF-ova razvidne su i razlike među njima u pravnom načinu njihova strukturiranja, i u odnosu na osnivačke akte, i u odnosu na način kako je strukturirano upravljanje. Ponjaprije, velike su razlike između otvorenih i zatvorenih fondova, gdje zatvoreni

---

<sup>611</sup> De Backer, Pierre, Bauer, Emmanuelle, Luxembourg, u: Dickson, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 592., str. 212-230., str. 220.

<sup>612</sup> Steck, Kai-Uwe, Fischer, Charsten, The German Investment AG - Better than SICAV, 29 International Financial Law Review, b. 8., 2010, dostupno na: <https://heionline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/intfinr29&div=20&id=&page=> (12.6.2020.).

<sup>613</sup> Članak 5. točka b. ZAIF-a.

<sup>614</sup> Članak 97. ZAIF-a.

<sup>615</sup> Članak 209. i 209.a ZAIF-a.

fondovi likvidnost (svakodobnu otkupivost udjela) kompenziraju s kontrolnim pravima koje stječu u portfeljnom društvu.

U RH ZAIF je definirao pravnu narav ugovora o ulaganju kao temelj pravnog odnosa između ulagatelja i AIF-a, samo u odnosu na fondove bez pravne osobnosti, određujući ga kao povjerenički odnos. Kada su u pitanju fondovi s pravnom osobnošću, zakon je uputio na podrednu primjenu ZTD-a, što znači da propise ZAIF-a treba nadopuniti propisima o poslovanju trgovačkih društava.

U nastavku će se odrediti pravna narav odnosa između ulagatelja i AIF-a, usporediti s poimanjem navedenog u komparativnom pravu, koristeći se primarno uređenjem koje u RH vrijedi za fondove bez pravne osobnosti. Nakon toga će se ukazati na dokumente u kojima se detaljnije definira taj odnos, a to su pravila fonda i njegov prospekt. Oba dokumenta služe kao predugovorne informacije na temelju kojih će ulagatelj moći donijeti informiranu odluku o ulaganju, bez obzira na to dolazi li do njihove javne distribucije ili se ulagateljima dostavljaju ponaosob.

### 3.1.5. Pravna narav odnosa između ulagatelja i upravitelja alternativnog investicijskog fonda

VC/PE rade u etapama i prva etapa obuhvaća prikupljanje sredstava (engl. fundraising). UAIF (vanjski upravitelj) započinje s radom kada se ulagatelji obvežu na ulaganje, potpišu ugovor o ulaganju, odnosno ovisno o strukturi, ili pristupom ugovoru o ulaganju, ili kupovinom financijskog instrumenta ako govorimo o fondu s pravnom osobnošću. Ugovorom o ulaganju UAIF se obvezuje ulagateljima AIF-a ulagati sredstva i upravljati AIF-om za zajednički račun ulagatelja i poduzimati sve ostale pravne poslove i radnje potrebne za upravljanje AIF-om i za to naplaćivati naknadu.

No, nema jednoznačnog odgovora kako pravno kvalificirati ugovor o ulaganju. On je po svojoj pravnoj naravi „ugovor o povjerenstvu s elementima ugovora o nalogu i ugovora o službi“. U njemačkom se pravu za ovaj ugovor navodi da je najbliži „ugovoru o službi“. U francuskom se pravu smatra da je ugovor o ulaganju po svojoj pravnoj naravi „ugovor o nalogu“ (fra. contract de mandat) te zakonodavac ne razlikuje je li riječ o ugovoru kojim se upravlja kolektivnim portfeljem ili individualnim.<sup>616</sup>

---

<sup>616</sup> Miladin, Petar, Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitarne banke, Zbornik 47. susreta pravnika, Opatija, 2009., Zagreb, Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu, str. 355-395., str. 357.



Analizirajući odredbe ugovora o ulaganju, važan element za odnos između ulagatelja VC/PE i upravitelja jest „povjerenički element“. To je specifičan odnos kojeg obilježava odnos povjerenja,<sup>617</sup> a koji ima svoje povijesno ishodište u trustu,<sup>618</sup> odnosno njegovu predniku use,<sup>619</sup> kao odnosu temeljenom na prijenosu imovine određene osobe na drugu osobu, koja tom imovinom treba upravljati na određeni način. No, recentni autori ističu kako je izvorište trusta bilo u fideikomisu rimskog prava, institutu na kojem se temelji i fiducija. Fiducija je mogla biti (lat. cum amico) kada bi se privremeno povjerilo vlasništvo s određenom svrhom bliskoj osobi ili kako bi se osigurale tražbine (lat. cum creditore). Odnos se temeljio na pactum fiducie, na odnosu povjerenja fides, poštenju i savjesti fiducijara koji bi stekao vlasnička ovlaštenja, ali je pritom trebao vršiti i prava određena prijenosom.<sup>620</sup>

Povjerenički odnos je poseban zakonski odnos bez primarne obveze na činidbu, premda je odredbama ZAIF-a konkretiziran. Odnos je između ulagatelja i UAIF-a zbog toga što ulagatelji povjeravaju svoju imovinu UAIF-u kao profesionalcu, na temelju međusobnog povjerenja, a consensus nastaje izdavanjem i prihvaćanjem naloga.<sup>621</sup> To povlači vrlo konkretne dužnosti (dužnosti iz odnosa povjerenja – fiducijarne dužnosti), od kojih su najvažnije dužnost lojalnosti i dužne pažnje, ali i odgovornosti UAIF-a, pa i kaznenopravna odgovornost.<sup>622</sup> UAIF posluje na temelju „punopravnog povjerenstva“, kao titular zasebne imovine fonda, ili „ovlašćujućeg povjerenstva“, ostvarujući tako apsolutna prava raspolaganja imovinom, dok ulagatelji i dalje

---

<sup>617</sup> Braut Filipović, Mihaela, Pravni položaj i odgovornost depozitara UCITS fondova, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, str. 18.

<sup>618</sup> *Trust* kao pravni pojam znači povjerenje dobro, ostava, polog, skrbništvo, dok se *trustee* prevodi kao čuvar. Načela trusta, koja su se razvila u sudskog praksi UK-a, često su se primjenjivala na odnose, unutar trgovačkih društava pa je tako razvijen i koncept odgovornosti direktora društva. U Njemačkoj pak, tzv. *Treuhandlung*, tu je vlasnik imovine fonda društvo za upravljanje koje u tom slučaju fiducijar, tzv. *Treuhander* i ima obvezu da djeluje isključivo u interesu ulagatelja, za razliku od tzv. *Miteigentumslosung*, gdje je zasebna imovina fonda u suvlasništvu imatelja udjela. Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, bilj. br. 57., str. 38. Vidi i: Raunds, Charles E., Dehio, Andreas, Publicly Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures, *Oscola 4th ed.*, New York University Journal of Law & Business, vol. 3, (2007), str. 473., str. 474-509., str. 483. (15.11.2020.).

<sup>619</sup> *Use* datira još iz 14. stoljeća u Engleskoj. Vidi više: Karlović, Tomislav, Fiducijarni prijenos vlasništva i trust – uvodna razmatranja o mogućnosti primjene Haške konvencije o pravu mjerodavnom za trust i o njegovom priznavanju, *Zbornik Pravnog fakulteta u Splitu*, vol. 55, br. 3(2018), str. 579-605., str. 580.

<sup>620</sup> *Ibid.*, str. 579-605.

<sup>621</sup> Vidi više: Šarac, Mirela, Macanović, Marlon, Revocatio i Renuntiatio, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol. 61, br. 1(2011), str. 7-40.

<sup>622</sup> „Odgovornost temeljem odnosa povjerenja manifestira se dvojako: jednom kao odgovornost zbog stvaranja pravnog privida koja rezultira stjecanjem stvarnog prava ili obveznopravnog zahtjeva na ispunjenje, a drugi puta kada rezultira odštetnom odgovornošću.“ Autor ističe da je odgovornost na temelju odnosa povjerenja posljedica očitovanja volje, ona je odraz nužnosti zaštite osobe koja u pravnom prometu djeluje na osnovi pouzdanosti u tuđa očitovanja. Pri tumačenju treba uzeti u obzir osnovu povjerenja, dobru vjeru, radnju i pribrojivost. Ivković, Ivan, *Odgovornost temeljem odnosa povjerenja*, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 59, br. 2(2020), str. 197-307.

ostaju goli titulari imovine, tzv. „vlasnički model investicijskog posla“.<sup>623</sup> No, u pravnoj doktrini postoje prijepori o stvarnopravnom režimu zasebne imovine fonda je li riječ o suvlasništvu ili zajedničkom vlasništvu ulagatelja, ili je vlasništvo nad imovinom fonda na upravitelju fondom. Suvlasnički model odabralo je njemačko zakonodavstvo,<sup>624</sup> dok u SAD-u i UK-u imovina otvorenog investicijskog fonda najčešće pripada osobi koja se naziva povjerenik – trustee (upravitelj fonda) ili samom društvu kada fond ima pravnu osobnost. U bitnome je riječ o tome da se vlastita imovina povjerava drugome na upravljanje bez zadržavanja dnevne kontrole nad donesenim upravljačkim odlukama. To se čini zato jer su osobe kojima je povjerena imovina profesionalci koji znaju što čine.

Povjerenički odnos UAIF-a i ulagatelja u AIF bez pravne osobnosti u hrvatskom pravu temelji se na ugovoru o ulaganju<sup>625</sup> i postoji između UAIF-a i svakodobnog imatelja udjela AIF-a.<sup>626</sup> Ugovor o ulaganju je neformalni ugovor, nema strogo određenu formu, ne mora biti u pisanom obliku, ali u praksi UAIF-ovi često koriste tipske obrasce ugovora te biva sklopljen u trenutku kada se ispune zakonski uvjeti. Svaki ulagatelj zasebno, pojedinačno, sklapa ugovor o ulaganju s UAIF-om. Njime UAIF preuzima obvezu upravljati ulogom ulagatelja, no posredno i cijelom

---

<sup>623</sup> Miladin, Petar, Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitarne banke, op. cit., bilj. br. 616., str. 357.

<sup>624</sup> Prema njemačkom zakonodavstvu – osobitost zajedničkoga vlasništva je da imovina pripada većem broju osoba zajednički i svaka osoba ima pravo raspolagati svojim udjelom. U RH, članak 57. ZV-a, definira „zajedničko vlasništvo“ kao vlasništvo na nepodijeljenoj stvari dvaju ili više osoba koje u njemu imaju udjele, ali veličina njihovih udjela nije određena, bez obzira što nije određiva. U članku 36. ZOVO-a, pak propisuje da „suvlasništvo“ postoji kada više osoba ima neku stvar u svom vlasništvu tako da svakoj pripada po dio toga vlasništva, pa su one suvlasnici na toj stvari, a dijelovi prava vlasništva koje im pripada su njihovi suvlasnički dijelovi. No, s obzirom na to da su udjeli slobodno prenosivi, te da ulagatelj i vlasnik udjela nema faktičnu vlast nad imovinom, dok imatelji udjela za obveze odgovaraju samo svojim ulogom, autor smatra da bi ovaj model najviše odgovarao imovinskopravnim odnosima koji postoje između društva kapitala i samih članova, no i od toga se bitno razlikuje jer članovi društva kapitala nemaju pravo zahtijevati otkup udjela ili dionice. Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 38-40.

<sup>625</sup> Ugovor o ulaganju kod originarnog stjecanja udjela sklopljen je (članak 84. stavak 3. ZAIF-a) kada je ulagatelj UAIF-u podnio uredan zahtjev za izdavanje udjela i izvršio valjanu uplatu iznosa iz zahtjeva, a UAIF ne odbije sklapanje ugovora. U svim ostalim slučajevima ugovor o ulaganju sklopljen je u trenutku kada UAIF, odnosno voditelj registara upiše stjecatelja u registar udjela. Uplaćena sredstva UAIF-a smije ulagati tek nakon što ulagatelj bude upisan u registar udjela, osim ako pravila AIF-a i prospekta ne proizlazi drukčije. Ako stjecatelj udjela stekne udjel na temelju odluke suda ili na temelju zakona, ili u drugim slučajevima, a ne ispunjava uvjete propisane za članstvo u AIF-u, u tom će slučaju UAIF otkupiti od takvoga stjecatelja udjel u AIF-u. No, UAIF može odbiti sklapanje ugovora o ulaganju u slučajevima propisanim ZAIF-om u članku 85., ako ocijeni da je cilj uplate ili zahtjeva za izdavanje udjela iskorištavanje neučinkovitosti koje proizlaze iz zakonskih ili sl. obveza, ako bi se time nanijela šteta ostalim ulagateljima, ako su odnosi između UAIF-a i ulagatelja teško narušeni, postoje osnove sumnje u pranje novca ili financiranje terorizma ili ako ulagatelj odbije dati UAIF-u potrebne podatke. Ako UAIF odbije sklopiti ugovor o ulaganju s ulagateljem smatra se da nije prihvaćena ponuda ulagatelja za sklapanjem ugovora o ulaganju. UAIF je obavezan o tome obavijestiti ulagatelja najkasnije do upisa u registar udjela ako registar vodi UAIF, odnosno do podnošenja zahtjeva za upis ako registar vodi treća osoba na koju je UAIF delegirao taj posao. Naime, udjeli i prava iz udjela u AIF-u bez pravne osobnosti stječu se upisom u registar.

<sup>626</sup> Članak 84. stavak 1. ZAIF-a.

imovinom fonda, a čime udjel ulagatelja čini suovlaštenikom na stvarima, pravima i tražbinama<sup>627</sup> koje pripadaju zajedničkoj zasebnoj imovini AIF-a.<sup>628</sup> Posljedično to znači, da vlasništvo nad imovinom fonda pripada formalnopravno ulagateljima, ali su zbog povjereničkog odnosa oni ogoljeni od svojih vlasničkopravnih ovlaštenja jer su esencijalno pravo upravljanja (otuđenja i stjecanja novih elemenata te imovine) povjerali profesionalcu – upravitelju fonda. Ključno je pitanje može li se u modelu vlasništva koje odabere suvlasnik tražiti razvrgnuće? Zbog toga model zajedničkog vlasništva ima više smisla, jer ne može tražiti razvrgnuće, već samo otkup udjela.

Pravila AIF-a<sup>629</sup> po svojoj su pravnoj naravi opći uvjeti poslovanja te ako su pravilno uključena postaju sastavni dio ugovora o ulaganju. Kako se pravilima uređuje osim odnosa AIF-a i ulagatelja, i povjerenički odnos između UAIF-a i ulagatelja, ona moraju biti pisana jasnim, jednostavnim i ulagateljima lako razumljivim jezikom<sup>630</sup> te je već AIFMD<sup>631</sup> propisao, a ZAIF<sup>632</sup> prenio u nacionalno zakonodavstvo, minimalni sadržaj podataka koje pravila moraju sadržavati. Pravilima AIF-a UAIF je dužan propisati<sup>633</sup> način na koji će prije sklapanja ugovora o ulaganju obavijestiti ulagatelje o svim mjerama koje je poduzeo depozitar (ako je delegirao svoju funkciju trećoj osobi),<sup>634</sup> kao i svim promjenama koje se odnose na depozitara. Uz to pravila moraju sadržavati i osnovna prava, obveze i odgovornosti UAIF-a prema ulagateljima i AIF-u, prema depozitaru, podatke o uvjetima poslovanja UAIF-a i nadzoru nad njegovim poslovanjem, poslovne ciljeve i strategiju UAIF-a, organizacijsku strukturu UAIF-a s jasnim linijama odgovornosti, uvjete zaduženja AIF-a, postupke naknade štete ulagateljima u slučaju

---

<sup>627</sup> Članak 84. Stavak 4. ZAIF-a.

<sup>628</sup> Članak 83. ZAIF-a propisuje da UAIF upravlja i raspolaze posebnom imovinom AIF-ova bez pravne osobnosti kojima upravljaju, te ostvaruje sva prava koja iz nje proizlaze u svoje ime, a za zajednički račun svih ulagatelja u skladu s odredbama zakona, pravilima AIF-a i prospektom kada je to primjenjivo. Izrijekom je ZAIF-om propisano, da se kao vlasnik ili imatelj zasebne imovine AIF-a u sve knjige, upisnike, registre ili očevidnike, javne ili privatne upisuje UAIF s naznakom da imovinu drži za račun AIF-a. Zakonodavac je smatrao da je potrebno takvu odredbu propisati izričito ZAIF-om budući da članak 1. Zakona o vlasništvu i drugim stvarnim pravima, Narodne novine, br. 91/96., 68/98., 137/99., 22/00., 73/00., 114/01., 79/06., 141/06., 146/08., 38/09., 153/09., 90/10., 143/12., 152/14. (u daljnjem tekstu: ZV) nositeljem prava vlasništva može biti samo pravna i/ili fizička osoba, dok to AIF nije, već je on ukupnost imovine bez pravne osobnosti. Iz toga se razloga i upisuje kao vlasnik UAIF uz jasnu naznaku da drži imovinu za AIF.

<sup>629</sup> Članak 166. ZAIF-a.

<sup>630</sup> Informacijska asimetrija između ulagatelja i upravitelja puno je više izražena u zemljama u kojima je ta materija manje ili slabije regulirana (Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 178.).

<sup>631</sup> Članak 23. AIFMD-a propisuje koje je informacije UAIF dužan osigurati za svaki AIF u EU-u kojim upravlja i za svaki AIF kojim trguje u EU-u, a kako bi se ulagateljima AIF-a stavili na raspolaganje prije njihovog ulaganja, kao i sve važne izmjene tih informacija.

<sup>632</sup> Članak 168. ZAIF-a.

<sup>633</sup> Vidi više pod: 2.2.2.5.1.7.3. Opća pravila primjenjiva na sve alternativne investicijske fondove privatnom ponudom, str. 79 i dalje.

<sup>634</sup> Članak 197. stavak 6. ZAIF-a.

pogrešnog izračuna vrijednosti, podatke o sukobu interesa te opis postupaka rješavanja sukoba interesa.<sup>635</sup> UAIF je dužan prije sklapanja ugovora o ulaganju ili osnivačkog akta kojim se pristupa AIF-u, besplatno staviti na raspolaganje pravila i prospekt kada je to primjenjivo, posljednji godišnji izvještaj AIF-a i podatak o utvrđenoj neto vrijednosti imovine AIF-a ili tržišnoj cijeni udjela AIF-a. Informacije moraju biti točne, istinite, pravodobne, potpune i dosljedne.

Koliko važnost zakonodavac pridaje transparentnosti podataka prema ulagateljima vidljivo je iz pravne posljedice koju ZAIF propisuje ako ulagatelj nije upoznat s pravilima AIF-a u vrijeme sklapanja ugovora o ulaganju, a na temelju kojih je morao moći donijeti informiranu odluku o ulaganju, u odredbi kojom propisuje da takve odredbe pravila AIF-a nemaju pravni učinak prema ulagatelju, odnosno da je ugovor o ulaganju ništetan.<sup>636</sup> No hrvatsko zakonodavstvo<sup>637</sup> propisuje, da su ništetne odredbe općih uvjeta koje suprotno načelu savjesnosti i poštenja prouzroče očitu neravnopravnost u pravima i obvezama strana, pa čak ako ih je odobrilo i nadležno tijelo. No takvu posljedicu ne propisuje za ugovore čiji je sadržaj preuzet iz važećih propisa ili o kojima se pojedinačno pregovaralo i druga strana je mogla utjecati na njihov sadržaj.

U situaciji gdje zakon ne predviđa posebnu formu ugovora, već UAIF nudi ulagateljima AIF-a tipske obrasce za pristup AIF-u te UAIF objavljuje pravila, a to je situacija kod fondova s javnom ponudom,<sup>638</sup> zakon ne predviđa posebnu formu ugovora, već UAIF nudi ulagateljima tipske obrasce za pristup AIF-u te regulator u okviru postupka izdavanja odobrenja za osnivanje i upravljanje AIF-om s javnom ponudom odobrava pravila AIF-a. To znači, da UAIF ulagatelju ponudi ugovor i gotova pravila o kojima nema pregovaranja, a niti odredbe o kojima bi se pojedinačno pregovaralo. Ali takva pravila odobrava nadležno tijelo – HANFA, provodeći kontrolu sadržaja odredbi preuzetih iz propisa koji su na snazi te da su informacije sadržane u pravilima istinite i točne. Znači li to da se ovoj situaciji mora vjerovati regulatoru da je ispunio svoju supervizorsku zadaću i pomno proučio da su pravila preuzeta iz važećih propisa te da nisu suprotna načelu savjesnosti i poštenja?

---

<sup>635</sup> U slučaju zatvorenoga AIF-a osnovanog u obliku d.d., kada je UAIF dužan izraditi i objaviti prospekt, ako su pravila sastavni dio prospekta, onda ona mogu samo nadopunjavati odredbe sadržane u prospektu (članak 166. stavak 4. ZAIF-a).

<sup>636</sup> Članak 166. stavak 4. ZAIF-a.

<sup>637</sup> Članak 296. Zakona o obveznim odnosima, Narodne novine, br. 35/05., 41/08., 125/11., 78/15., 29/18., 126/21., 114/22., 145/23., 155/23. (u daljnjem tekstu: ZOO).

<sup>638</sup> Članak 167. stavak 1. ZAIF-a.

Druga je situacija kod AIF-ova s privatnom ponudom. U tom slučaju postoji privatna ponuda s uobičajeno manjim brojem ulagatelja koji pomno pregovaraju o sadržaju društvenog ugovora / statuta te zaključuju osnivačke dokumente tek kada su postigli suglasnost volja, dok se pravila na njih primjenjuju kao i na sve ostale ulagatelje, ali na odgovarajući način u skladu s ishodom prethodnih pregovora.<sup>639</sup> No, treba imati na umu da su AIF-ovi, fondovi predodređeni za profesionalne ulagatelje koji su svjesni i poznaju rizike koje preuzimaju te se znaju „izboriti za sebe“. To je razlog zašto regulator u postupku izdavanja odobrenja za osnivanje AIF-a s privatnom ponudom ne odobrava pravila AIF-a.<sup>640</sup> Štoviše, izmjenom ZAIF-a iz 2021. godine zakonodavac je izrijekom naložio UAIF-u da je dužan u pravilima AIF-a s privatnom ponudom jasno i transparentno navesti izjavu da HANFA nije odobrila pravila AIF-a s privatnom ponudom niti je odgovorna za njihov sadržaj.<sup>641</sup>

Ulagateljima, da bi mogli donijeti informiranu odluku o ulaganju, pravila moraju biti dostupna na svim mjestima gdje se nude udjeli,<sup>642</sup> no pravila se AIF-a s privatnom ponudom ne objavljuju javno, već se isključivo dostavljaju ulagateljima kako je to njima predviđeno.<sup>643</sup> Transparentnost je načelo koje se mora poštovati.<sup>644</sup> No, ono što je najbitnije kod propisivanja takvih pravila jest da ulagatelj u svakom trenutku mora znati što može očekivati i kada to može zatražiti i od koga, koja su njegova prava i obveze, a isto tako i posljedice njihova neizvršavanja. Jedino sadržajno točne, potpune i pravodobno dostupne informacije, posebno u osjetljivoj predugovornoj etapi su garant pravne sigurnosti za obje ugovorne strane, posebno za ulagatelja općeg profila koji je ipak u slabijoj pregovaračkoj poziciji. Ako kod otvorenih fondova ulagatelj može zatražiti otkup svaki dan ili svakog 15. u mjesecu, to mora biti transparentno napisano i to se mora poštovati. Ako je ulagatelj pristao na lock up period, on tada mora biti svjestan da

---

<sup>639</sup> Vidi više: Morley, John, op. cit., bilj. br. 548., str. 1246.

<sup>640</sup> Članak 167. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>641</sup> Članak 168. stavak 5. ZAIF-a.

<sup>642</sup> Mora im biti omogućen uvid u ista, odnosno u prospekt AIF-a ako postoji te u posljednje revidirane financijske izvještaje. U slučaju zahtjeva ulagatelja UAIF je dužan dostaviti ulagatelju besplatno pravila AIF-a / prospekt kada je primjenjivo te posljednji revidirani izvještaj (članak 175. ZAIF-a).

<sup>643</sup> Članak 169. stavak 2. ZAIF-a. Pravilima AIF-a s privatnom ponudom propisat će se način obavještanja i prava ulagatelja u slučaju promjene obveznog sadržaja pravila AIF-a.

<sup>644</sup> Ono što najviše zanima ulagatelja jest koje su investicijske strategije AIF-a, odnosno koje rizike ulagatelj posredno preuzima. Vrlo važna informacija koju potencijalni ulagatelj želi znati kako bi se odlučio na buduće ulaganje je visina prinosa koji je investicijski fond ostvario u proteklom razdoblju. Važan je i način na koji UAIF prikazuje izračun prinosa fonda, prikazuje li ga usporedno s drugim fondovima s obzirom na rizik kojem su bili izloženi ili se samo računa prinos tog fonda. Pitanje je i kako ocijeniti UAIF koji se tek osnavao i nema povijesnog prikaza. Podatke, pak, o povijesnim prinosima treba usporediti s razinom preuzetih rizika u tim portfeljima? Vidi više: Vukas, Jurica, Gvozdanović, Igor, Jalšenjak, Borna, Elementi poslovne etike u financijskom sektoru s naglaskom na investicijske fondove, *Obnovljen život*, vol. 67, br. 1(2012), str. 1-144., str. 45-58., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/ojs/index.php/zivot/issue/view/651> (12.12.2020.).

je to razdoblje u kojem ne može očekivati povrat na svoje ulaganje, već da se mora držati načela *pacta sunt servanda*.

S obzirom na to da se u promatranim pravnim sustavima ugovor o ulaganju vrlo često povezuje s ugovorom o nalogu,<sup>645</sup> nužno je upozoriti na elemente s kojima bi se on mogao povezati. Ugovorom o nalogu<sup>646</sup> obvezuje se i ovlašćuje nalogoprimac poduzimati za nalogodavca određene poslove. Nalogodavac ima pravo na naknadu za svoj rad.<sup>647</sup> Dakle to je konsenzualni, neformalni, dvostranoobvezni ugovor koji nastaje kada ponuđeni prihvati ponudu za sklapanje ugovora o nalogu. On se sklapa intuitu personae, njime nalogoprimac preuzima obvezu osobno ispuniti nalog, a tu je obvezu moguće prenijeti na nekoga drugoga tek u iznimnim, zakonom propisanim situacijama.<sup>648</sup> Polje primjene ugovora o nalogu je vrlo široko<sup>649</sup> te se i pravni odnos koji nastaje između ulagatelja i investicijskog fonda, odnosno UAIF-a može tumačiti kao ugovor o nalogu.<sup>650</sup> Ipak, uočavaju se i bitne razlike između ugovora o nalogu i ugovora o ulaganju. Naime, ugovorom o ulaganju UAIF preuzima obvezu i ovlast poduzimati pravne poslove i pravne radnje koje su potrebne za upravljanje imovinom fonda. Dakle, on preuzima obvezu i ovlast. Ona je određena ugovorom o ulaganju, dok je nalogoprimac dužan ispuniti nalog u granicama zadanoga naloga, znači u svemu postupati prema dobivenim uputama,<sup>651</sup> s pažnjom dobrog gospodarstvenika, odnosno dobrog domaćina, ostajući u granicama naloga,<sup>652</sup> te u svemu skrbiti o interesima nalogodavatelja i time se rukovoditi.<sup>653</sup> Nalogodavac je dužan platiti naknadu nalogoprimcu, čak i ako njegov trud bez njegove krivnje nije imao uspjeha.<sup>654</sup>

---

<sup>645</sup> Vidi str. 113.

<sup>646</sup> Ugovor o nalogu je imenovani ugovor određen odredbama 763.-784. ZOO-a.

<sup>647</sup> Članak 763. ZOO-a, dok naknada upravitelja uobičajeno iznosi od 1 do 2 %.

<sup>648</sup> Baretić, Marko, Ugovor o nalogu, Godišnjak - Društvo za građanskopravne znanosti i praksu Hrvatske, vol. 1, (2019), str. 223-260., str. 224.

<sup>649</sup> Vidi više u: Slakoper, Zvonimir, Sličnosti i razlike Ugovora o polaganju, ugovora o skrbništvu i upravljanju portfeljem vrijednosnih papira, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 56, Posebni br. (2006), str. 315-333., Gorenc, Vilim (ur.), Slakoper, Zvonimir, Filipović, Vladimir, Brkanić, Vlado, Komentar Zakona o trgovačkim društvima, Zagreb, RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, 2004., str. 1121.

<sup>650</sup> Članak 71. ZAIF-a, kao i odnosi između investicijskog fonda i depozitara.

<sup>651</sup> Njemačko pravo dopušta mogućnost da predmeti ugovora o nalogu budu bilo pravni, bilo faktični poslovi, kao i naš zakonodavac te se može reći da opseg poslova koji mogu biti povjereni ugovorom o nalogu ovisi ponajprije o zakonodavcu. Baretić, Marko, Ugovor o nalogu, op. cit., bilj. br. 593., str. 231.

<sup>652</sup> Nalogoprimac može odstupiti od naloga i uputa samo uz suglasnost nalogodavca. Iznimka postoji u slučaju kada je nalogoprimac procjenom svih okolnosti mogao osnovano smatrati da to zahtijevaju interesi nalogodavca, a zbog kratkoće vremena ili iz kakva druga uzroka nije bio u mogućnosti zatražiti njegovu suglasnost. (članak 766. ZOO-a).

<sup>653</sup> Članak 765. stavak 1. ZOO-a. Nalog je jednostrana izjava volje koja prema svojim obilježjima odgovara ponudi za sklapanje ugovora o nalogu, a za to treba sadržavati bitne elemente. Nadalje ZOO propisuje da tko ne želi prihvatiti ponuđeni nalog o tome, mora bez odgađanja obavijestiti drugu stranu, inače odgovara za štetu koju bi ova pretrpjela zbog toga.

<sup>654</sup> Članak 773. ZOO-a.

UAIF, dakle ne odgovara ulagateljima za rezultat, već preuzima obvezu postupanja u najboljem interesu ulagatelja. ZAIF određuje da UAIF ulagatelju može izravno naplatiti naknade,<sup>655</sup> pa tako i ulaznu i izlaznu naknadu pri izdavanju udjela ili otkupa udjela,<sup>656</sup> ako je ona propisana pravilima AIF-a, odnosno prospektom. No, osnovna je razlika između ugovora o nalogu i ugovora o ulaganju u tome što UAIF nije dužan slijediti upute nalogodavca, već su odnosi između ulagatelja i društva za upravljanje uvelike uređeni kogentnim normama<sup>657</sup> te pravilima fonda ili osnivačkim aktima. Ulagatelj se odrekao prava da svakodnevno nadzire UAIF te da se miješa u operativno poslovanje, a ako ulagatelj nije zadovoljan s načinom upravljanja UAIF-a, ulagatelj izlazi iz ulaganja, odnosno AIF-a.

Valja imati na umu da se pitanje pravne naravi usloženjuje ovisno o tome djeluje li ta osoba kojoj je delegirano pravo da upravlja fondom, kao unutarnji ili vanjski upravitelj, što sa stajališta oblikovanja modela upravljanja AIF-om moguće, a što će biti predmetom sljedećih izlaganja.<sup>658</sup> No to uvelike ovisi i o strukturi AIF-a, je li nastao na ugovornoj osnovi, gdje posebno u zemljama poput UK-a i Luksemburga,<sup>659</sup> kada se govori o trustu, može imati unutarnjeg ili vanjskog upravitelja, ili kada je riječ o komanditnom društvu, gdje vodeći partner donosi obvezujuće odluke, a on je uobičajeno i upravitelj fonda. No i u tom slučaju upravitelj mora raditi isključivo u najboljem interesu svih ulagatelja<sup>660</sup> članova AIF-a kojim upravlja u skladu s iskazanom voljom kroz osnivačke akte društva. No, kako se on ima dvostruku ulogu i ulagatelja i upravitelja, tu se pojavljuje i potencijalni sukob interesa zbog problema u odnosu agenta i principala (engl. agency problem).<sup>661</sup> Postupati u najboljem interesu AIF-ova i ulagatelja u AIF-ove kojima upravljaju, kao i štititi integritet tržišta kapitala te time ispunjavati dužnost lojalnosti<sup>662</sup> UAIF će ispuniti na način da primjenjuju politike i postupke za

---

<sup>655</sup> Članak 214. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>656</sup> Članak 216. ZAIF-a.

<sup>657</sup> Čulinović-Herc, Edita Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, op. cit., bilj. br. 57., str. 11.

<sup>658</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.13. Zatvoreni alternativni investicijski fond s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj, str. 150 i dalje.

<sup>659</sup> Zetsche, Dirk A., Eckner, David, Appointment, Autorization and Organization of AIFM, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 99., pogl. 9., str. 213-215.

<sup>660</sup> Raunds, Charles, Dehio, Andreas, op. cit., bilj. br. 604., str. 503.

<sup>661</sup> O agencijskoj teoriji vidi u bilj. br. 28.

<sup>662</sup> Članak 23. Delegirane Uredbe Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor (Tekst značajan za EGP), SL L 83/1, 22.3.2013. (u daljnjem tekstu: Uredba AIFM) i izmijenjena Delegiranom Uredbom Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnim investicijskih fondovima trebaju uzeti u obzir, SL L 277/11, 2.8.2021.

sprječavanje zloupotreba, a koje moraju prethodno jasno raspisati kako bi ih prevenirali. To je načelo utkano u mnoga konkretna postupanja UAIF-a, ali i dalje ostaje krovno načelo.

Neovisno o različitoj pravnoj naravi standard postupanja UAIF-a unificiran je kroz Delegiranu uredbu Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor (u daljnjem tekstu: Uredba AIFM),<sup>663</sup> neposredno primjenjivu u državama članicama. Uredba AIFM-a unificirala je način postupanja upravitelja AIF-a te se iz nje najbolje može odrediti pravna narav toga specifičnog povjereničkog odnosa koji se, osim što se temelji na povjerenju, temelji i na jasno određenim standardima postupanja upravitelja AIF-a, kada upravlja imovinom svojih ulagatelja. UAIF (članovi njegove uprave, nadzornog odbora i prokuristi) dužan je u obavljanju svojih djelatnosti postupati pošteno, pravedno i stručno, u skladu s pravilima struke.<sup>664</sup>

Pritom su UAIF-ovi dužni postupati s pažnjom dobrog stručnjaka,<sup>665</sup> s obzirom na to da im ulagatelji na temelju povjereničkog odnosa povjeravaju svoju imovinu kao profesionalcima, koju su dužni primjenjivati pri odabiru ulaganja i kontinuiranog praćenja ulaganja, osiguravajući dostatan broj osoblja odgovarajućih kvalifikacija i stručnosti na način da imaju odgovarajuće znanje i razumijevanje vezano uz imovinu u koju ulažu, da uspostavljaju i provode politike kojima se uspostavlja dužna pažnja i da se one redovito ažuriraju.<sup>666</sup>

No, dužnosti upravitelja AIF-a prostiru se i izvan uskog ugovornog područja, od njega se traži da svoje obveze dosljedno provodi i kroz samu organizacijsku strukturu. U cilju preveniranja sukoba interesa, organizacijska struktura UAIF-a treba biti u najboljem interesu ulagatelja, a što bi se trebalo moći postići ustrojavanjem funkcija upravljanja rizicima, praćenja usklađenosti

---

<sup>663</sup> Članak 17.-29. Uredbe AIFM.

<sup>664</sup> Članak 18. Uredbe AIFM-a. Fiducijarne dužnosti UAIF-a znači one kojih se UAIF mora pridržavati, propisane su i ZAIF-om (članak 52.).

<sup>665</sup> Članak 10. stavak 2. ZOO-a. „Sudionik u obveznom odnosu dužan je u ispunjavanju svoje profesionalne djelatnosti, postupati s povećanom pažnjom, prema pravilima struke i običajima (pažnja dobrog stručnjaka).“ Pri ocjenjivanju je li UAIF ispunio svoju obvezu procjenjuje se ima li upravljačko tijelo UAIF-a kolektivno znanje, vještine i iskustvo da može razumjeti rizike u odnosu na aktivnosti i imovinu u koju je AIF uložio, da članovi UAIF-a posvećuju dovoljno vremena pravilnom izvršenju svojih dužnosti UAIF-a, da svaki član upravljačkog tijela postupi s čestitošću, pažnjom i neovisnim mišljenjem te da UAIF namjenjuje primjerena sredstva potrebna za uvođenje i obuku svog upravljačkog tijela.

<sup>666</sup> Ako UAIF kupuje ili prodaje financijske instrumente ili drugu imovinu za koju je izvršenje po najboljim uvjetima bitno, važno je da poduzme sve odgovarajuće korake za ostvarivanje najpovoljnijeg ishoda za ulagatelje u AIF ili AIF-a kojim upravlja, vodeći računa o cijeni, troškovima, brzini, vjerojatnosti namirenja te svim drugim okolnostima bitnim za izvršenje naloga, obračuna i naplate neopravdanih troškova (osobito ne troškova koji nisu predviđeni ugovorom ili pravilima) te da se oni plaćaju izravno iz imovine AIF-a.



s relevantnim propisima i interne revizije.<sup>667</sup> Razdvajanjem pak, funkcionalno i hijerarhijski UAIF bi trebao odvojiti funkcije upravljanja rizicima od operativnih jedinica te uspostaviti, tzv. kineski zid (engl. Chinese Wall),<sup>668</sup> na način da se usvajanjem internih akata ustroji organizacijska struktura kojom se informacije dobivene od klijenta ne bi mogle prenositi između zaposlenika više organizacijskih jedinica, a sve kako bi uspostavljeni sustav unutarnjih kontrola mogao vršiti svoju zadaću, prevenirati potencijalne sukobe interesa.<sup>669</sup> Nadalje, bilo koji povlašteni tretman ne smije dovesti do ukupno znatno nepovoljnog položaja drugih ulagatelja, osobito kada postoji ulagatelj koji je najveći ulagatelj. UAIF je svjestan da bi odsustvo tog ulagatelja dovelo do toga da mnogi ulagateljski ciljevi neće biti postignuti ako on odustane od ulaganja. Stoga to može rezultirati čak i time da odluka povjerenika ode u smjeru koja nije najpovoljniji za sve ulagatelje, ali jest za najvećeg. Zadatak je UAIF-a poduzimati svakodnevno sve razumne mjere kako bi se izbjegli sukobi interesa. Ako se oni ne ni mogli izbjeći, on ih tada mora prepoznati, upravljati njima, pratiti te kada je primjenjivo, objaviti sukob interesa, kako bi se spriječio njihov negativan utjecaj na interese AIF-ova i njihovih ulagatelja te time osigurati pošteno postupanje. Dužnost lojalnosti ispunjavat će i na način da su interesi AIF-a i ulagatelja u AIF uvijek prioritet te da UAIF nikada svoje interese ili interese povezanih osoba ne stavlja ispred interesa AIF-ova, ulagatelja u AIF-ove te integriteta tržišta.<sup>670</sup>

Poseban aspekt odnosa UAIF-a i ulagatelja pitanje je nagrađivanja UAIF-a jer se ono vezuje između ostalog i za uspješnost fonda. Tu su interesi ulagatelja i UAIF-a poravnati, jer dok god UAIF radi na kreiranju bogatstva za ulagatelja, interesi su istovjetni. No, apetit UAIF-a za rizikom može biti vrlo velik, a to može izazvati poremećaje velikih razmjera. Zbog toga je Europska komisija putem Preporuke o politici primitaka u sektoru financijskih usluga<sup>671</sup> nastojala spriječiti prekomjerno preuzimanje rizika od strane UAIF-a te ostvariti mjere za stabilan i siguran financijski sustav. To se nastojalo postići putem mehanizama korporativnog upravljanja budući da se sprječavanje sukoba interesa putem organizacijskih zahtjeva pokazalo nedostatnim. Time je UAIF-u dodana i jedna obveza u javnopravnom interesu radi izbjegavanja nastupa sistemskog rizika.

---

<sup>667</sup> Više o organizacijskoj strukturi vidi u poglavlju: 4.2.2.2. Organizacijska struktura UAIF-a kao dio strategije sprečavanja sukoba interesa, str. 250.

<sup>668</sup> Wegman, Hanna Elizabeth, op. cit., bilj. br. 596., str.145.

<sup>669</sup> Braut Filipović, Mihaela, op. cit., bilj. br. 622., str. 131-134.

<sup>670</sup> Članak 52. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>671</sup> Europska komisija je 30. travnja 2009. godine usvojila Preporuku o politici primitaka u sektoru financijskih usluga, SL L 120, 15.5.2009., dostupno na: <http://data.europa.eu/eli/reco/2009/384/oj> (u daljnjem tekstu: Preporuka), (29.6.2021.).

Analizirajući odredbe koje su primjenjive na ugovor o ulaganju i položaj UAIF-a, može se zaključiti da je UAIF kao povjerenik ulagatelja AIF-a kao osnovno načelo i postulat koji mora zadovoljiti jest, kao i kod ugovora o nalogu (iako se to različito impostira, a što se nastojalo objasniti u prethodnim poglavljima), postupati „isključivo u najboljem interesu ulagatelja“. Pritom su svoje interese ulagatelji iskazali prihvaćanjem pravila ili prospekta AIF-a na osnovi kojih su pristupili AIF-u te time unaprijed odobrili investicijsku strategiju i način postupanja UAIF-a kao svoje osobe od povjerenja kojima su povjerali svoju imovinu u cilju njezina povećanja. Takav odnos temeljen na nalogu koji je izdan na osnovi odnosa povjerenja prema UAIF-u da će svoju obvezu ispuniti na najbolji način, ispunjavajući svoje fiducijarne dužnosti, uvjetovan je i samom prirodom tog oblika ulaganja. Naime, UAIF nije pod svakodnevnim nadzorom ulagatelja, odnosno razmjerno je slobodan u svojim upravljačkim odlukama, a baš zbog toga se cijeli taj proces segmentira i organizacijski (u svim promotrenim podvarijantama), kao i u pogledu nagrađivanja UAIF-a. Također, fiducijarna pozornost prožima ugovorne, ali i organizacijske aspekte djelovanja. Nadalje, u konačnici je korigirana i određenim komponentama, posebno u pogledu politike nagrađivanja koja stremljenju nastupa sistemskog rizika.

#### 3.1.5.1. Značaj fiducijarne pozornosti upravitelja alternativnog investicijskog fonda za ugovorni odnos upravitelja alternativnog investicijskog fonda i ulagatelja

Kako bi se pojasnilo postupanje UAIF-a isključivo u najboljem interesu ulagatelja, potrebno je zaroniti u srž povjereničkog odnosa i to kroz razvoj pravila fiducijarnog prava. Stoga će se u nastavku rada analizirati sličnosti i razlike fiducijarnih obveza s „načelom savjesnosti i poštenja“, te nastojati dati odgovor je li zakonodavac primijenio fiducijarne obveze UAIF-a kroz financijske direktive ili i dalje ostaju načela kojih se moraju pridržavati upravitelji AIF-a.

Odnos povjerenja na kojem počiva odnos između UAIF-a i ulagatelja osnova je fondovske industrije. On počiva na konceptu „fiducijarnih dužnosti“, koje su se u engleskom pravnom sustavu razvile kao dio pravnog sistema nazvan equity,<sup>672</sup> na načelima pravičnosti, dobre vjere i savjesnosti. U UK-u, Kanadi i SAD-u ona se sastoje od obveze vjernosti, tzv. duty of loyalty

---

<sup>672</sup> Doktrina equity prava – izvorno je podrazumijevalo pravo nastalo aktivnošću lorda kancelara i kasnije njegova suda, a različita je od prava nastalog djelovanjem *common law* sudova. Osnovna karakteristika toga sustava – prava pravičnosti bila je da lord kancelar nije bio vezan odlukama ni *common law*a, a niti *statutory law*a. Vidi više: Čerkić, Šejla M., Maksime engleskog prava pravičnosti, str. 199-210., dostupno na: [www.pr.f.unze.ba](http://www.pr.f.unze.ba); (16.10.2020.); „Prava volja zakonodavca“ (engl. equitable interpretation of the statute). Vidi više: DeSloovere, Frederick J., Equity and Reason of a Statute, Cornell Law Review, vol. 21, br. 4 (1936), str. 591-613., dostupno na: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1373&context=clr> (28.12.2021.).

koja se ogleda u tome da se članovi uprave kada donose odluke moraju voditi interesima samog društva<sup>673</sup> i dioničara te biti vjerni društvu. Ta dužnost najčešće dolazi do izražaja kada se javljaju sukobi interesa u društvu. Druga dužnost ili obveza, jest obveza dužne pozornosti, tzv. *duty of care*, koja dolazi do izražaja pri vođenju poslova društva, odnosno članovi uprave moraju postupati brižljivo u nastojanju da donesu dobre odluke. U Njemačkoj postoji obveza dužne pozornosti (njem. *Sorgfaltspflicht*) i obveza lojalnosti (njem. *Treupflich*), koje odgovaraju engleskom značenju. U Francuskoj također postoji obveza dužne pozornosti (fra. *Devoir de diligence*) i obveza lojalnosti i vjernosti (fra. *Devoir de loyauté et de fidelité*). Iako naizgled te obveze mogu izgledati isto, one se razlikuju zbog razvoja *common law* sustava kroz sudsku praksu, dok ih u kontinentalnim pravnim sustavima pronalazimo primijenjene u civilne kodifikacije.<sup>674</sup> Stoga, pandan fiducijarnim načelima u zakonodavstvu kontinentalnog prava nalazimo kroz kodifikacije obveznog prava poznatog pod „savjesnost i poštenje“ za kojim se načelima može posegnuti u slučaju pojave sukoba interesa.<sup>675</sup> Ono nije toliko različito od poimanja fiducijarne dužnosti s obzirom na to da proizlaze iz „savjesnosti“,<sup>676</sup> no razlika je tomu je li riječ o glavnoj ili dodatnoj ugovornoj obvezi.<sup>677</sup>

#### 3.1.5.1.1. Razvoj fiducijarnih dužnosti u anglosaksonskom pravnom krugu

Odnos povjerenstva ili fiducije uobičajeno se opisuje kao ponašanje u kojem netko povjerava drugome na upravljanje sredstva ili drugu imovinu, a taj drugi odlučuje i upravlja u najboljem interesu osobe koja mu ih je povjerila. Ta briga o interesima osobe koja je povjerila imovinu ili sredstva izvodi se iz načela lojalnosti, odnosno *duty of loyalty* (brinuti o najboljem interesu onoga tko je povjerio imovinu na upravljanje),<sup>678</sup> a koje se s vremenom u različitim nacionalnim

---

<sup>673</sup> U UK-u direktori su društva dužni postupati u dobroj vjeri, u interesu društva, njegovih članova te voditi računa o dugoročnim ciljevima. *Companies ACT (2006) odjeljak 172/1*, dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172> (9.11.2020.). Vidi više pod: 5.1. Promjena paradigme korporativnog upravljanja, str. 277 – 281.

<sup>674</sup> Gelter, Martin, Helleringer, Genevieve, *Fiduciary Principles in European Civil Law Systems*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=3142202> (16.10.2020.).

<sup>675</sup> Graziadei, Marcia, *Virtue und Utility; Fiduciary Law in Civil Law and Common Law Jurisdictions*, u: Gold, A. S., Miller, P. B. (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford, Oxford University Press 2014., str. 287-302. Vidi i: Miller, Paul B., Gold, Andrew S., *Contract, Status, and Fiduciary Law*, Oxford, Oxford University Press, 2017.

<sup>676</sup> Gelter, Martin, Helleringer, Genevieve, op. cit., bilj. br. 681., str. 4-5.

<sup>677</sup> Ibid., str. 11.

<sup>678</sup> Grundmann, Stefan, *The Evolution of Trust and Treuhand in the 20th Century* *The Evolution of Trust and Treuhand in the 20th Century Comparative Studies in Continental and Anglo-American Legal History*, vol. 19, (2020.), str. 469-494., str. 480., dostupno na: <https://heinonline-org.ezproxy.nsk.hr/HOL/LuceneSearch?terms=Grundmann+Stefan%3B+The+evolution+of+trust&collection=al1&searchtype=advanced&typea=text&tabfrom=&submit=Go&all=true> (23.10.2020.).

zakonodavstvima razvijalo u okviru ugovornog prava i prava equitya, da bi se kasnije primijenilo i na odnose utemeljene u pravu društava.<sup>679</sup>

U engleskom pravu ugovori zahtijevaju protučinidbu. Ugovorima stranke uređuju međusobne odnose te one same kroz njih postavljaju minimum pravila kojih su se dužne pridržavati i koja u tom smislu predstavljaju fiducijarni odnos. No u svrhu razvoja zakonodavstva i zaštite stranaka, putem common law sustava razvijala se i zaštita i u pravu equity kroz precedentnu sudsku praksu.<sup>680</sup> To je pravo nadopunjavalo odnose na temelju zakona, kada je bilo potrebno ispuniti pravne praznine u pravnim odnosima u kojima je imovina povjerena na upravljanje.<sup>681</sup> Načela iz equity sustava primjenjivala su se na upravitelje imovine i direktore u trgovačkim društvima<sup>682</sup> te za rješavanje agency problems.<sup>683</sup> S vremenom su se iskristalizirala načela po kojima se sudilo pa ih je kasnije kao takve preuzeo i common law. Duty of care, kao drugo načelo na kojem počiva odnos povjerenstva razvio se kroz sudsku praksu (engl. case law), a naglašava dužnost direktora da ispunjavaju svoje obveze s razumnim vještinama, brigom i pažnjom u obavljanju svojih dužnosti.<sup>684</sup>

Sudska praksa UK-a zauzela je stav da koncept fiducijara podrazumijeva odnos iz kojeg proizlaze legitimna očekivanja da fiducijar neće iskoristiti svoj položaj da naštetiti svom principalu (ulagatelja), već upravo suprotno.<sup>685</sup> Odnos povjerenja sadrži duty of care i duty of loyalty radi sprječavanja sukoba interesa. Nigdje nije izrijekom propisano što je zabranjeno fiducijaru, već se propisuju načela, očekivanja koja su pred njega postavljena, a koja su dodatno propisana, ugovorena kroz ugovore, zakone, soft law, kao The Stewardship code<sup>686</sup> i sudsku praksu.

---

<sup>679</sup> Ibid., str. 469-494.

<sup>680</sup> Gelter, Martin, Helleringer, Genevieve, op. cit., bilj. br. 681., str. 4-5.

<sup>681</sup> Miller, P., Gold, S. A., Introduction to Contract, Satus, and Fiduciary Law, Oxford, Oxford University Press, 2016., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=28836060> (23.10.2020.).

<sup>682</sup> *Equity*, kao dio podsistema engleskog prava nastao je s namjerom da zaštiti prava pojedinca i to ne na temelju zakona ili precedenta, već na temelju osjećaja pravde onoga tko je odlučivao u konkretnom postupku. Ono se nije primjenjivalo suprotno zakonu, niti s namjerom da ga se derogira, već da ga se nadopuni na konkretnom slučaju. Vidi više: Maitland, Frederic W., *Equity, A course of lectures*, Cambridge, Cambridge University Press, 1909., 1936., str. 1-22.

<sup>683</sup> Vidi više bilj. 28.

<sup>684</sup> Slučaj *Re City Equitable Fire Insurance Co Ltd (1925)* presedan je kojim je uspostavljen koncept "grube nepažnje" kao prag za odgovornost direktora. Kroz Companies Act 2006, section 172, kodificiranje je dužnost lojalnosti i dužne pažnje, dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> (1.1.2024.).

<sup>685</sup> *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, Law Commission UK, Law com No 350, str. 36., dostupno na: [lawcom.gov.uk](http://lawcom.gov.uk) (6.7.2020.).

<sup>686</sup> Vidi više u poglavlju: 4.4.2.1.4. *The UK Stewardship Code 2020*, str. 280. i dalje.

I u angloameričkom pravu, fiducijarna dužnost obuhvaća dvije komponente, tzv. *duty of loyalty*, postupanja u najboljem interesu ulagatelja i tzv. *duty of care*, gdje je potrebno svojom dužnom pažnjom, stručnošću i vještinama, postupati u najboljem interesu ulagatelja.<sup>687</sup> Trustee mora „izvršavati nalog s takvim stupanjem pažnje i vještina koje se mogu smatrati razumnim u tim okolnostima“,<sup>688</sup> dok se od onoga tko djeluje kao profesionalac očekuje viši stupanj pažnje.<sup>689</sup>

Različita shvaćanja i tumačenja pravila odraz su nastajanja i kodifikacije kroz povijest.<sup>690</sup>

### 3.1.5.1.2. Razvoj načela savjesnosti i poštenja u kontinentalnom europskom pravnom krugu

Načelo savjesnosti i poštenja kao jedno od glavnih načela obveznog prava pojavilo se već u rimskom pravu kao *bona fide* ili dobra vjera. Prvotno je shvaćano kao držanje dane riječi da bi kasnije razvojem prava, predstavljalo ovlast sudca da utvrdi sadržaj prava i obveza uzimajući u obzir okolnosti konkretnoga slučaja i pravičnost.<sup>691</sup>

Načelo ulazi i u moderne kodifikacije civilnog prava, pa ga tako nalazimo u njemačkom pravu,<sup>692</sup> francuskom,<sup>693</sup> slovenskom<sup>694</sup> itd. U hrvatskom pravu, ZOO u članku 4. propisuje: „U

---

<sup>687</sup> U SAD-u *duty of prudence* se zasniva na zahtjevu da upravitelj (*engl. Trustees*) upravlja povjerenom imovinom kao razboriti ulagatelj koji bi pri donošenju odluke razmatrao svrhu, uvjete, ograničenja i zahtjeve te ostale okolnosti koje mogu prodnijeti ulagateljima. Pollice, Ryan M. D., Shareholders for Sustainability? Assessing investor motivations to adopt the Principles for Responsible Investment, University of Waterloo., Ontario, Canada, 2010., str. 1-126., str. 52-56., dostupno na: <http://hdl.handle.net/10012/5180> (5.7.2020.)

<sup>688</sup> Loc. cit.

<sup>689</sup> Vidi više: „Is it always about the money“ Pension trustees duties when setting an investment strategy: Guidance from the Law Commission, Fiduciary Duties of Investment Intermediaries Report Guidance, dostupno na: [lawcom.gov.uk](http://lawcom.gov.uk) (6.7.2020.).

<sup>690</sup> Za razliku od *trusta* u engl. pravu, mnoge europske zemlje su razvile slične oblike *fiducia* koji su počivali na fiducijarnim načelima. U Njemačkoj *Treuhand* postoji od kraja 19 stoljeća, no njegova uloga i nije previše zaživjela. Koristi se za upravljanje imovinom jedne osobe u korist druge, povjerenik je upravitelj imovine i prema vani može njome raspolagati, dok je prema unutra vezan ugovorom s ulagateljem. Umjesto da koristi *equity law* njemački je zakonodavac kroz obvezno pravo došao do sličnog rezultata. U Francuskoj je zakonodavac neku vrstu *trusta*, *fiducia*, uveo tek 2017. godine. *Fiducia* nastaje na ugovornoj osnovi i uključuje prijenos imovine od ulagatelja (*constituant*) na povjerenika (*fiduciare*). Prenesena imovina ne postaje dio povjerenikove imovine (*partrimoine*). I povjerenik engl. *trusta*, i njemačkog *Treuhand*a i franc. *fiducie*, obavezan je držati povjerenu mu imovinu odvojeno od svoje imovine. Gelter, Martin, Helleringer, Genevieve, op. cit., bilj. br. 618., str. 26-27.

<sup>691</sup> Daljnjim razvojem prava ono se dijeli na *bona fides* u „objektivnom smislu“, što je predstavljalo postupanje u pravnom prometu u dobroj vjeri i s povjerenjem te *bona fides* u „subjektivnom smislu“, koja se odnosila na ponašanje u stvarnom pravu. Vidi više: Baretić, Marko, Načelo savjesnosti i poštenja u obveznom pravu, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 24, br. 1 (2003), str. 571-616. Vidi više i Schermaier Martin J., *Bona fides in Roman contract law*, u: Zimmermann, Reinhard, Whittaker, Simon, *Good faith in European Contract Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000.

<sup>692</sup> Članak 157. Bürgerliches Gesetzbuch (u daljnjem tekstu: BGB). To je načelo uneseno u zakonodavstvo 1900. godine, obveza postupanja ugovornih strana u skladu sa zahtjevima savjesnosti i poštenja (ugovori se tumače prema potrebi u dobroj vjeri (*Treu und Glauben*) uzimajući u obzir i običaje.

<sup>693</sup> Članak 1134. Code civil (u daljnjem tekstu: CC).

<sup>694</sup> Članak 5. stavak 1. Obligajskog zakonika, Uradni list RS, št. 83/01., 28/06., 40/07., 97/07., 64/16.

zasnivanju obveznih odnosa sudionici su dužni pridržavati se načela savjesnosti i poštenja“.<sup>695</sup> Njemački sudovi koriste se tim načelom kao mjerom za popunjavanje velikoga broja pravnih praznina izazvanih društvenim promjenama.<sup>696</sup> Postoje mišljenja kako je zakonodavac trebao usvojiti umjesto „poštenja“ izraz „povjerenja“ budući da latinski termin bona fides, kao i francuski bonne foi, njemački treu and glauben, engleski good faith naglašavaju povjerenje između stranaka.<sup>697</sup>

To je pravni standard, „pojam čiji sadržaj nije određen, već se ostavlja sudu da ga konkretizira u pojedinom slučaju držeći se njegova općeg značenja kao smjernice“.<sup>698</sup> Ono ima dvojaku funkciju. S jedne strane određuje obveze sudionicima pravnog posla, a s druge omogućuje sudu da kod tumačenja ugovora, konkretan slučaj podvede pod opću odredbu te ga protumači u duhu zakona. ZOO u pojedinim slučajevima naglašava dodatno primjenu toga načela, iako je ono propisano kao opće načelo.<sup>699</sup> U francuskom je pravu jedna od sastavnica načela savjesnosti i poštenja obveza lojalnog postupanja, kojom su se francuski sudovi koristili za postizanje pravičnosti.<sup>700</sup> Ono je u osnovi moralno pravilo o savjesnosti koje se suprotstavlja zloupotrebama prava te omogućuje moralizaciju obveznih odnosa, a koje za posljedicu ima ništetnost ugovora. Zakonodavac, pak, poseže za njim kako bi pratio razvoj modernog prava, uzimajući u obzir da ne može predvidjeti unaprijed sve situacije te primjenom toga pravnog standarda omogućava procjenu je li ponašanje nekoga pravnog subjekta primjereno pravnom poretku.<sup>701</sup> Englesko pravo preferira pojedinačni pristup koji se povjerava sudu, dok kontinentalno pravo, suprotno engleskom, zauzima općeniti pristup koji proizlazi iz odredbi kojima se normira načelo savjesnosti i poštenja.<sup>702</sup>

U civilnim sustavima duty of loyalty, koje se veže uz „savjesnost“, prisutno je u posebnim slučajevima, osobito u odnosima koji se vežu uz povjerenje, u ovom našem fondovskom dijelu – uz upravitelje, nije različito od ugovorne obveze, već je dodatno pojačano, odnosno čak i

---

<sup>695</sup> Vidi više: Baretić, Marko, op. cit., bilj. 549., str. 571-616.

<sup>696</sup> Zimmermann, Reinhard, Whittaker, Simon, Good faith in European contract law – surveying the legal landscape, Cambridge, Cambridge University Press, 2008., str. 18-26.

<sup>697</sup> Načelo ima tri komponente: njime se konkretizira ispunjenje glavne činidbe, nameće subjektima dodatne obveze te ograničava subjekte u izvršavanju njihovih prava. Baretić, Marko, Načelo savjesnosti i poštenja u obveznom pravu, op. cit., bilj. br. 63, str. 613.

<sup>698</sup> Vedriš, Mladen, Klarić, Petar, Građansko pravo, Zagreb, Narodne novine, 1998., str. 368.

<sup>699</sup> Članak 4. ZOO-a - načelo savjesnosti i poštenja.

<sup>700</sup> Kenny, Mel, Devenney, James, Fox OMahony, Lorna Fox, Unconscionability in European Private Financial Transactions – Protecting the Vulnerable, Cambridge, Cambridge University Press, 2010., str. 62-78.

<sup>701</sup> Baretić, Marko, Načelo savjesnosti i poštenja u obveznom pravu, op. cit., bilj. br. 634., str. 571-616.

<sup>702</sup> Osrečak, Jadranka, Poredbenopravni prikaz načela savjesnosti i poštenja, Zagrebačka pravna revija, vol. 3, br. 1(2014), str. 53-57., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/129514> (21.10.2020.).

prerasta u glavnu obvezu upravitelja.<sup>703</sup> U skladu sa stavovima nekih njemačkih autora obveza lojalnosti u smislu prava društava ima svoje korijenje u obveznim odnosima i time se njena funkcija dodatno pooštrava,<sup>704</sup> budući da članovi uprave društava utječu svojim odlukama na druge, kao odnos između moći i odgovornosti kao vodećeg principa.<sup>705</sup> Drugi, pak, autori zagovaraju tezu da se ona razlikuje od „dobre vjere“, jer se ona primarno primjenjuje u obveznim odnosima gdje je ugovorena kao glavna obveza.<sup>706</sup>

Globalizacijom trgovačkih društava i razvojem financijskih tržišta pokazala se potreba za usklađivanjem i razvojem financijskog prava i prava društava diljem EU-a. Razne pojave financijskih skandala pokazale su potrebu regulacije najviše u dijelu prevencije sukoba interesa među direktorima trgovačkih društava i upraviteljima imovine.<sup>707</sup> No, unatoč tomu, zahtjev za poštovanjem fiducijarnih dužnosti od uprava društava prisutan je u svim zakonodavstvima. Doktrina njemačkoga prava odavno prepoznaje zahtjev za fiducijarnim dužnostima između ortaka u ortačkim ugovorima ili direktora u trgovačkim društvima. Vrhovni sud u Njemačkoj je 2005. godine zauzeo stajalište da se načelo *treu and glauben* u trgovačkim društvima primjenjuje kao načelo civilnog prava koje primjenjuju upravitelji kada upravljaju imovinom druge osobe.<sup>708</sup> U Francuskoj je također načelo fiducijarne odgovornosti prepoznato u trgovačkim društvima te dok nije kodificirano, služilo je sudovima kao standard na temelju kojeg su mogli donositi odluke usmjerene protiv oportunističkog ponašanja članova uprave trgovačkih društava ili rukovodećih djelatnika i to kao osnovu za tužbe protiv uprava društava koje nisu transparentno obznanile informacije ostalim dioničarima vezano za prodaje dionica i time oštetile ostale dioničare. Smatra se da ono pridonosi boljem etičnom ponašanju i korporativnom upravljanju, no ipak u jednom ograničenom obliku.<sup>709</sup> U Njemačkoj je *duty of loyalty* prepoznata, a da je propisana zakonom. Zakonodavac propisuje da „direktor mora

---

<sup>703</sup> Grundmann, Stefan, op. cit., bilj. br. 678., str. 469-494.

<sup>704</sup> Shubert, Claudia, Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, BGB Band 1, Allgemeiner Teil, München, CH Beck, 2018., str. 181., „članak 262. BGB (Bürgerliches Gesetzbuch – Zakon o obveznim odnosima).

<sup>705</sup> Ibid.

<sup>706</sup> Lutter Marcus, Theorie der Mitgliedschaft, 180 Archiv für die civilistische Praxis, vol. 84, br. 103 (1980), str. 84-159., vidi i: Grundmann, Stefan, op. cit., bilj. br. 678., str. 483.

<sup>707</sup> Usvajanjem Direktive 2007/36/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 1. srpnja 2007. o izvršavanju pojedinih prava dioničara trgovačkih društava uvrštenih na burzu (SL L 184, 14. 7. 2007.) kako je zadnje izmijenjena Direktivom (EU) 2017/828 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. svibnja 2017. o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara (Tekst značajan za EGP), SL L 132, 20. 5. 2017. (u daljnjem tekstu: Direktiva u pogledu dugoročnog sudjelovanja dioničara), prvi je put u pravu EU-a unesen zahtjev za regulacijom pravila o postupanju u transakcijama s povezanim osobama, dok je način i opseg ostavljen državama članicama da ustroje u svojim nacionalnim zakonodavstvima.

<sup>708</sup> Gelter, Martin, Helleringer, Genevieve, op. cit., bilj. br. 618., str. 26.

<sup>709</sup> U francuskom pravu nema zahtjeva za lojalnosti dioničara. Vidi više, ibid., str. 28.

obavljati svoju dužnost s dužnom pažnjom i savjesnošću“.<sup>710</sup> No, svejedno prevladava shvaćanje da direktor mora poštovati načelo lojalnosti na način koji ga neće dovesti u sukob s ciljevima za ostvarenje dobrobiti društva.<sup>711</sup> Njemačka sudska praksa i doktrina zauzela je stav da je „dužnost lojalnosti“ direktora načelo - standard i kao takav važniji negoli da je izrijekom propisan te da se ono proteže i na dioničare.<sup>712</sup> Iz svega naprijed navedenog zaključujemo da lojalnost i dužna pažnja čine načelo savjesnosti i poštenja, gdje se za potonje kaže da se primjenjuje kao standard poslovnog ponašanja i to kada nema sukoba interesa.<sup>713</sup>

### 3.1.5.2. Kodifikacija fiducijarnih dužnosti upravitelja alternativnih investicijskih fondova na tržištu kapitala

Kako se razvijalo financijsko pravo tako je došlo do uvođenja pravila poslovnog ponašanja, tj. *conduct of business rules*. Ona su uvedena prvotno s direktivom koja regulira investicijska društva – MIFID 1, uređujući široki spektar aktivnosti poslovanja financijskih društava radi zaštite ulagatelja. MIFID 2 još jače naglašava njihovu važnost te uvodi standarde i ciljeve na osnovi kojih bi subjekti trebali poslovati u skladu s pristupom *principle-based*.<sup>714</sup> Kako je MIFID osnovna direktiva financijske industrije i AIFMD je uvela pravila poslovnog ponašanja za UAIF<sup>715</sup> zahtjevom prema državama članicama da osiguraju da UAIF<sup>716</sup> u svakom trenutku

---

<sup>710</sup> Članak 93. Aktiengesetz, BGBI.I.S. 1089, BGBI.I.S. 2637.

<sup>711</sup> Grigoleit, Hans C., *Directors Liability and enforcement mechanisms from the German Perspective. General structure and key issues - From German perspective*, u: Fleischer, Holger, Kanda, Hideki, Kim, Kon Sik, Mülberr, Peter (eds.), *German and Asian perspectives on Company Law*, vol. 118, Tübingen, Mohr Siebeck, str. 1 – 26., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2728726> (21.11.2020.).

<sup>712</sup> Autor ističe kao dokaz, da *duty of loyalty* potječe iz načela savjesnosti i poštenja iz obveznih odnosa i da se u pravu društava lojalnost primjenjuje na sve kategorije – na upravu, na većinske i manjinske dioničare. Vidi više: Gelter, Martin, Helleringer, Genevieve, op. cit., str. 29-30.

<sup>713</sup> Lutter Marcus, *Theorie der Mitgliedschaft*, 180 *Archiv für die civilistische Praxis*, vol. 84, br. 103(1980), str. 84-159., vidi i: Grundmann, Stefan, op. cit., bilj. br. 678., str. 484-485.

<sup>714</sup> Subjekti sami moraju propisati pravila i procedure na temelju kojih će poslovati držeći se osnovnih načela propisanih u MIFID 2, što znači i fleksibilniji pristup – izbjegavajući načelo „one size fits for all“ koje omogućava subjektima da si prilagode poslovni proces svojim potrebama. Vidi više: Derenčinović Ruk, Morana, *Razvoj i pravno uređenje sukoba interesa i instituta usklađenosti na hrvatskom tržištu kapitala: doktorska disertacija*, Zagreb, Pravni fakultet u Zagrebu, 2016., str. 125-133.

<sup>715</sup> ESMA izražava stav kako bi se UAIF u primjeni pravila poslovnog ponašanja trebao pridržavati pravila izraženih u MIFID-u i UCITS-u, budući da neki UAIF potpadaju pod njihovu primjenu (profesionalni ulagatelji bi trebali prilagoditi neke stavove budući da UCITS regulira i štiti male ulagatelje). Vidi više: ESMA Final Report – ESMA technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Managers Directive, str. 39-40., dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011\\_379.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_379.pdf) (15.7.2020.) (u daljnjem tekstu: ESMA Final Report).

<sup>716</sup> MIFID Direktiva, koja se bavi ponajprije pojedinačnim interesom investitora, ima u svom središtu razmatranja osobu koja upravlja društvom, za razliku od drugih direktiva koje su usmjerene na proizvod. Autor ističe kako je taj pristup puno efikasniji, budući da se financijski proizvodi svakodnevno mijenjaju i nadograđuju, a regulator ih ne može tako brzo pratiti pa samim time ni adekvatno postavljati pravne okvire. No, s druge strane, regulirajući rad direktora regulator zadire u same izvore prevenirajući na taj način devijacije ili će ih suzbiti na samom začetku.



obavlja svoje djelatnosti; pošteno i pažnjom dobrog stručnjaka, da djeluje u najboljem interesu AIF-ova ili ulagatelja AIF-ova kojima upravljaju i cjelovitosti tržišta, da UAIF-ovi imaju i učinkovito koriste sredstva koja su potrebna za obavljanje njihove djelatnosti, da poduzimaju sve odgovarajuće korake za izbjegavanje sukoba interesa u cilju sprječavanja negativnog utjecaja na interese AIF-ova i njihovih ulagatelja, da ispunjavaju sve regulatorne zahtjeve koji se primjenjuju na obavljanje njihovih djelatnosti kako bi se promicali najbolji interesi AIF-ova ili njihovih ulagatelja i cjelovitost tržišta te da sa svim ulagateljima AIF-a postupaju pravedno. Niti jedan ulagatelj ne smije imati povlašteni tretman, osim ako to nije objavljeno i obznanjeno ostalim ulagateljima u osnivačkim aktima ili pravilima AIF-a.<sup>717</sup> To su osnovna načela na kojima počiva obavljanje funkcija UAIF-a. Neki autori ističu da je uvođenjem tih pravila poslovnog ponašanja, kao seta organizacijskih standarda i principa, europski zakonodavac u biti kodificirao „fiducijarnu dužnost“, originalno razvijenu u common law jurisdikciji.<sup>718</sup> Ta se načela primjenjuju neposredno u državama članicama, jer su uvrštena u sadržaj uredbi na razini EU-a. Jedan dio standarda postupanja UAIF-a unificiran je Uredbom AIFM<sup>719</sup> neposredno primjenjivu u državama članicama, čime je regulatorima omogućeno provođenje nadzora nad izvršavanjem dužnosti UAIF-a u praksi, a što bi trebalo dodatno pridonijeti zaštiti ulagatelja.<sup>720</sup>

Kao što je već istaknuto, duty of loyalty uključuje i dužnost povjerljivosti i dužnost postupanja u najboljem interesu ulagatelja.<sup>721</sup> No, ističe se da, izraz „u najboljem interesu“ nije dostatno precizan za upravitelje te da zahtijeva bolju regulaciju kako bi upravitelji mogli ocijeniti granice u kojima se mogu kretati, ulagatelji bolje ocijeniti što mogu očekivati, a regulator bi imao

---

Vidi više: Wagner Markus, Schlömer, Verena, Zetsche, Dirk A., AIFMD ves. MIFID. Similarities and Differences, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 6., str. 97-107., str. 98.

<sup>717</sup> Članak 12. stavak 1. AIFMD-a.

<sup>718</sup> Wegman, Hanna Elizabeth, op. cit., bilj. br. 596., str. 185. Vidi i: EU Commission; Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market; COM (2007) 226 final, 30.10.2007., str. 12., dostupno na: [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu) (23.10.2020.).

<sup>719</sup> Članak 17.-29. Uredbe AIFM-a. Vidi bilj. 662.

<sup>720</sup> Derenčinović Ruk, Morana, Razvoj i pravno uređenje sukoba interesa i instituta usklađenosti na hrvatskom tržištu kapitala, doktorska disertacija, op. cit., bilj. br. 713., str. 143.

<sup>721</sup> Pravilo da treba postupati u najboljem interesu ulagatelja može poprimiti i dugo značenje. Naime, u „najboljem interesu“ može značiti i odluku koja nije vezana uz jedino i isključivo financijske parametre. Upravitelji AIF-a upravljaju kolektivnim ulaganjima koja su određena temeljnim konstitutivnim dokumentima kojima se osniva AIF. Ako AIF primi neka financijska ili nefinancijska sredstva u zamjenu za proviziju, u tom slučaju on ne djeluje pošteno i fer, niti u skladu s najboljim interesima AIF-a, osim ako primjenjuje predviđene iznimke koje uključuju: obavijest ulagatelju, da je to u cilju poboljšanja usluge, i da to uključuje sredstva koja su neophodna za obavljanje usluge. Vidi više: Zetsche D. A., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 9., str. 159-198.

jasnije okvire do kuda doseže njegov nadzor.<sup>722</sup> S jedne strane se naglašava<sup>723</sup> da je upravo široko tumačenje standarda fiducijarne dužnosti upravitelja ponukalo regulatora da inkorporira pravila ponašanja (načela fiducijarne dužnosti) u zakonodavne akte kako bi imali podlogu i mogli bolje nadzirati UAIF.<sup>724</sup> Pravila su nužna kako bi se znale granice unutar kojih se upravitelji mogu kretati, jer je primarni cilj prava tržišta kapitala uspostaviti najviše standarde ponašanja na financijskom tržištu.<sup>725</sup> No standardi ponašanja s jedne strane omogućuju da upravitelj zauzme stav, da se ponaša u najboljem interesu ulagatelja, kao svom osnovnom pravilu.<sup>726</sup> S druge strane se ističe da se u pravila poslovnog ponašanja ne može umetnuti sve što je obuhvaćeno kroz načela - standarde fiducijarne dužnosti koji su se razvili kroz case law i sudsku praksu te zamjenjujući načela fiducijarne dužnosti pravilima, zapravo će ih se umanjiti.<sup>727</sup> Fondovska industrija, s druge strane, putem udruženja, pomno prateći razvoj zakonodavstva, ali i sudske prakse, pokušava prednjačiti pred regulatorom te stvoriti dobre prakse.

ESMA tumači dužnost „djelovati u najboljem interesu ulagatelja“ kao obvezu UAIF-a da propiše politike i usvoji u cilju sprječavanja zloupotreba ili nesavjesnog ponašanja, a koje bi moglo imati za posljedicu ugrozu stabilnosti tržišta, npr. putem market timinga ili late tradinga.<sup>728</sup> Takvim postupanjem UAIF štete interesima dugoročnih ulagatelja jer im umanjuju

---

<sup>722</sup> SEC (US Securities and Exchange Commission – regulator) je donio pravila ponašanja upravitelja u odnosu na fiducijarnu dužnost, npr. o objavljivanju povlaštenih informacija, glasovanju i dr. te je time predvidio, tzv. *fiduciary floor*, pravila koja se moraju poštovati. Na taj način upravitelji znaju koji su zahtjevi za ispunjavanje fiducijarne dužnosti, a s druge strane ako to ne ispune regulator ih može kazniti. Laby, Arthur B., *The fiduciary structure of investment management regulation*, u: Birdthistle, W. A., Morley, J. (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2018., str. 80-115., str. 86.

<sup>723</sup> Bullard, Mercer, *The Fiduciary Study; A triumph of substance over Form*, *Review of Banking & Financial Law*, vol. 30, (2010-2011), str. 171., dostupno na: <http://www.bu.edu/law/journals-archive/banking/archives/documents/volume30/fiduciarystudysubstanceoverform.pdf> (15.10.2020.).

<sup>724</sup> Veći je broj tužbenih zahtjeva u odnosu na kršenje fiducijarnih dužnosti upravitelja, no sudske prakse nema puno budući da se sporovi završavaju nagodbama, jer spor utječe na reputaciju upravitelja. No, ako regulator nije prije primijetio kršenje, ovo mu je signal da upravitelja treba pozornije pratiti. Tako je npr. u rujnu 2003. godine tužitelj najavio nagodbu između HF Canar Capital Partners LLC zbog *market timing and late trading* (vidi bilj, br. 727. i 728.). Nakon toga je SEC proveo svoju istragu te utvrdio prekršaje upravitelja zbog kršenja fiducijarnih dužnosti. Laby, Arthur B., op. cit., bilj. br. 722., str. 96- 97.

<sup>725</sup> Takav je stav izrazio The US Supreme Court u predmetu *Herman & McLean vs Huddleston*, loc. cit.

<sup>726</sup> Velasco, Julian, *A Defense of the Corporate Law Duty of Care*, *Journal of Corporation Law*, vol. 40, 647 (2015), str. 647., str. 648-703., dostupno na: [https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2134&context=law\\_faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2134&context=law_faculty_scholarship) (14.10.2020.).

<sup>727</sup> Takav stav zauzimaju i sudovi u UK-u obrazlažući da kada regulator zahtijeva transparentnost i objave, to je manji zahtjev nego što bi to bilo kroz zahtjev iz standarda fiducijarne dužnosti, tada sudovi smatraju da obveza objave proizlazi iz pravila. Vidi više: Laby, Arthur B., op. cit., bilj. br. 731., str. 100.; Bullard, Mercer, op. cit., bilj. br. 722.

<sup>728</sup> *Market timing* je tržišna preprodaja kojom se zloupotrebljava razlika u vremenskim zonama u cijeni u trgovanju međunarodnim dionicama. Osobe koje se bave tim zloupotrebama aktivno utječu na izračun neto vrijednosti AIF-a. Pojam *late trading* podrazumijeva trgovanje na burzi u vrijeme zatvaranja burze uključujući davanje naloga za

prinos. Prinos AIF-a umanjuje se i zbog povećanja transakcijskih troškova.<sup>729</sup> UAIF trebaju djelovati na način da ne prouzroče nepotrebne troškove za ulagatelje, a i za sam AIF.<sup>730</sup> Obveza postupanja s dužnom pažnjom može se tumačiti kao postupanje bilo kojeg razumnog UAIF-a u takvoj situaciji.<sup>731</sup> Iako se takvo postupanje očekivalo od UAIF-a kao standard ponašanja, pa se i uobličavalo u ugovore ili pravila fonda, sada je europski zakonodavac zahtjev za takvim ponašanjem osnažio kroz regulatorne dokumente. Naime, prema shvaćanju ESME-a, UAIF bi trebao uložiti veći stupanj pažnje u odnosu na izbor i nadzor ulaganja u koje ulaže AIF. UAIF mora imati stručna znanja i iskustvo te pri odabiru ulaganja mora utvrditi da je ono u skladu s investicijskom politikom. UAIF treba uspostaviti pisane procedure o dužnoj pažnji i redovito ih ažurirati. ESMA smatra da prije ulaganja UAIF treba provesti detaljno dubinsko snimanje potencijalnog ulaganja u koje namjerava uložiti te utvrditi je li ono u najboljem interesu ulagatelja. Nakon što se ulaganje realizira, UAIF je dužan nadzirati ulaganje i njegovu isplativost za ulagatelje.<sup>732</sup> Ono sadrži i dužnost pravednog postupanja, jednakog položaja svih ulagatelja u interesu svih ulagatelja.<sup>733</sup> Međutim, često se ističe da kriterij „pravednosti“ ima subjektivni element koji ovisi o svakom slučaju. Budući da ne postoji definicija pravednosti, UAIF će je tumači različito.<sup>734</sup>

ESMA, svjesna da nacionalni supervizori posluju po načelu pravednosti koje može biti subjektivno, ne smatra primjerenim maksimalnu harmonizaciju toga načela. Pritom ističe kako bi definiranje načela pravednosti moglo ići na štetu ulagateljima, jer bi time stvorili ograničenja te onemogućili supervizora da djeluje i poduzme određene akcije kada je to potrebno. ESMA

---

kupnju ili prodaju udjela AIF-a nakon određenog trenutka završetka trgovanja, ali s postizanjem cijene u trenutku završetka trgovanja (Preambula 39 Uredbe AIFM-a).

<sup>729</sup> U SAD-u su otkrivene zloupotrebe u poslovanju investicijskih fondova u tzv. *late trading*. To označava praksu koja je omogućavala brokerima da trguju s narudžbama primljenim nakon 16 sati po cijeni točno u 16 sati, iako su trebali u to vrijeme trgovati s cijenama formiranim sljedećeg dana u skladu s *market timing*. Investicijski fondovi bi izvještavali svoj NAV na kraju dana u 16 sati, računavajući stare cijene drugoga međunarodnog tržišta i tu bi se radila arbitraža prema zastarjelim cijenama uključenim u NAV-u. U izvještaju SEC-a iz 2003. godine u uzorku od 88 investicijskih fondova koji su predstavljali 90 posto industrije, 25 % brokera je radilo *late trading*, dok se polovica fondova upuštala u *market timing* trgovanje. Više od 30 % upravitelja dijelilo je povlaštene informacije o portfelju s povlaštenim dioničarima. Kao odgovor na takve nepoštene prakse SEC uvodi sljedeće mjere: traži veću neovisnost uprave fondova, postrožuje „pravilo 16 sati“, određuje više izlazne naknade, kao odgovor na *market timing* te zahtijeva povećanje transparentnosti. Mishkin, Frederic S., Eakins G., op. cit., bilj. br. 747., str. 502-503.

<sup>730</sup> ESMA Final Report, op. cit., bilj. br. 714.

<sup>731</sup> Duty of loyalty i duty of care zajedno čine *Prudent Investor Rule* (Laby, Arthur B., op. cit., bilj. br. 731., str. 82.).

<sup>732</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.2. Dubinsko snimanje (engl. *due diligence*), str. 173. i dalje.

<sup>733</sup> Ako su svi ulagatelji unaprijed obavješteni o nekim podacima koji čine iznimku za određenu kategoriju ulagatelja ili pojedinog ulagatelja, onda se to ne smatra nepravednim ponašanjem, odnosno dovođenjem u nejednaki položaj.

<sup>734</sup> Wegman, Hanna Elizabeth, *Investor Protection Towards Additional EU Regulation of Investment Funds?*, op. cit., bilj. br. 596., str. 1-346., str.189.

je zauzela stajalište da je prikladnije predmnijevati da pravedni tretman podrazumijeva da niti jedan ulagatelj ne može imati povlašteni položaj, a da se time drugi ulagatelji ne dovedu u nepovoljniji položaj.<sup>735</sup> Dužnost postupanja u the best execution requirement proizlazi iz MIFID 2 u kojem se zahtijeva od investicijskih društava da poduzmu sve razumne mjere kako bi ostvarili najbolji mogući rezultat za klijenta uzimajući u obzir cijenu, troškove, brzinu, prirodu i ostale relevantne činjenice u izvršavanju naloga.<sup>736</sup> Stoga nije odlučujuće da UAIF postigne najbolji mogući rezultat za svakog ulagatelja, nego jednostavno da je nalog izvršen u skladu s politikom koja je propisana pravilima AIF-a.<sup>737</sup> Smatra se da duty of care ne uključuje dužnost i da se nužno ostvari dobit od ulaganja koje je UAIF uložio u ime i za račun AIF-a. Naime, obveza je UAIF-a ulaganje kapitala ulagatelja u cilju ostvarivanja povrata (ne da nužno i ostvarivanja toga cilja). Kako bi prevenirali potencijalne tužbe, UAIF često u ugovore s AIF-om i/ili ulagateljima ugrađuju odredbu no warranty kojom se osiguravaju da ih niti fond niti ulagatelji neće tužiti zbog toga što nisu ostvarili povrat na ulaganje, odnosno da im nisu dali obećanja da će ga ostvariti.<sup>738</sup>

Zaključujemo da diskrecijsko pravo upravitelja da odlučuje o ulaganju predstavlja s jedne strane rizik od nastanka štete, a s druge priliku za ulaganje i dobitak.<sup>739</sup> To pravo počiva na dužnosti UAIF-a da radi prema nalogu ulagatelja u njegovu isključivom interesu, a utemeljeno je na odnosu povjerenja.<sup>740</sup> Njegova se dužnost sastoji od lojalnosti<sup>741</sup> i dužne pažnje,<sup>742</sup> dužnosti UAIF-a da se ponaša pozitivno, da postupa isključivo u najboljem interesu ulagatelja i AIF-a kojim upravlja. UAIF će to postići na način da se pridržava pravila i procedura koje si je sam propisao, pazeći da ne radi ono što mu je zabranjeno te da u cilju ispunjavanja toga zadatka prevenira, izbjegava, nadzire ili upravlja potencijalnim sukobima interesa. Kada ih ne može izbjeći, dužan ih je obznani ulagateljima prije zaključenja transakcije. Primjena svih tih načela u poslovanju UAIF-a, trebala bi dovesti do ostvarivanja rezultata, a to je provedba učinkovitih mjera, kako bi se spriječili sukobi interesa.

---

<sup>735</sup> ESMA Final Report, op. cit., bilj. br. 714.

<sup>736</sup> Članak 27.(1) MIFID2.

<sup>737</sup> Wegman, Hanna Elizabeth, op. cit., bilj. br. 596., str.190.

<sup>738</sup> Ibid., str. 194.

<sup>739</sup> Langbein, Johan H., The Contractarian Basis of the Law of Trusts, str. 627-648., dostupno na: [https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1500&context=fss\\_papers](https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1500&context=fss_papers) (4.10.2020.).

<sup>740</sup> Laby, Arthur B., op. cit., bilj. br. 731., str. 79-112.

<sup>741</sup> Negativan predznak – dužnost prevenirati nedopuštena ponašanja, suzdržati se od *self dealing* transakcija i izbjegavati sukobe interesa.

<sup>742</sup> Pozitivan predznak – znači ispunjavati svoju dužnost s pažnjom i vještinama te ponašati se u dobroj vjeri, znači upotrijebiti razumne napore kako bi se postigao rezultat.

Regulator propisuje pravila kako bi s jedne strane olakšao postupanje upraviteljima, a s druge kako bi ih zaštitio od odgovornosti u slučaju nepridržavanja istih. No to ne znači da se standardi fiducijarne dužnosti ne bi trebali primjenjivati. Uvijek će biti situacije koje će biti granične i koje će se prosuđivati od slučaja do slučaja i tada će uz pravila, regulator kao i sud, uzimati u obzir i standarde fiducijarne dužnosti upravitelja na kojima počiva industrija. Postupat će s dužnom pažnjom i lojalnošću, a sve isključivo u najboljem interesu AIF-a kojim upravlja i ulagatelja u AIF kojim upravlja, koji su poklonili povjerenje upravitelju kao osnovu njihova odnosa. Iz cijelog ovog pregleda može se razabrati koje su komponente povjereničkog odnosa, kako se razvijao i njegov suvremeni izričaj.

### 3.1.5.3. Posebnosti položaja ulagatelja u alternativni investicijski fond bez pravne osobnosti

Ugovorom o ulaganju UAIF se obvezuje ulagatelju izdati udjele u AIF-u bez pravne osobnosti, izvršiti upis ulagatelja u registru udjela, otkupiti udjele od ulagatelja u skladu s pravilima AIF-a i prospektom kada je to primjenjivo te dalje ulagati sredstva i upravljati AIF-om za zajednički račun ulagatelja i poduzimati sve ostale pravne poslove i radnje potrebne za upravljanje AIF-om.<sup>743</sup> U RH regulator je odredio kogentnim normama odnos ulagatelja AIF-a i UAIF-a. Ulagatelj koji je potpisao ugovor u ulaganju i prihvatio pravila AIF-a bez pravne osobnosti te uplatio ulog, stekao je udjel u AIF-u.<sup>744</sup> Stekavši udjel, ulagatelj je time stekao prava koja iz njega proizlaze, pa tako i: pravo na otkup udjela, pravo na zamjenu udjela u otvorenim AIF-ovima, pravo na udio u dobiti, pravo na obaviještenost, kao i pravo na isplatu ostatka likvidacijske mase. Pritom je važno napomenuti da UAIF<sup>745</sup> može pravilima AIF-a predvidjeti klase udjela u AIF-u, koje se međusobno razlikuju s obzirom na prava koja pripadaju imateljima udjela, pa tako primjerice, na mogućnost isplate prihoda i/ili dobiti AIF-a, prema propisanim uvjetima, na denominaciju udjela (različite valute), na pravo na izdavanje i/ili otkup udjela, iznos, način i obračun naknada plativih UAIF-u ili, pak, početnu cijenu udjela. Svaka od tih razlika vezana uz klase udjela mora biti detaljno i transparentno komunicirana svim ulagateljima u trenutku stjecanja udjela. Isto vrijedi i ako se klase udjela uvode naknadno, pa to čini razliku u odnosu na prvobitno stečene udjele u AIF-u. Osnovno načelo je da prava iz

---

<sup>743</sup> Članak 84. stvak 2. ZAIF-a.

<sup>744</sup> Ako na udjelu u AIF-u bez pravne osobnosti postoje prava ili tereti u korist trećih osoba, njime se može raspolagati samo uz suglasnost osobe u čiju su korist prava ili tereti na udjelima zasnovani, u suprotnom je raspolaganje ništeto. Može se upisati samo jedno založno pravo. Ovo je dosta specifična odredba u odnosu na založno pravo. Uobičajeno je da zalog prati pravo vlasništva, te se ono prenosi bez izričite dozvole založnoga dužnika. No, ovdje je zakonodavac opterećenje udjela izuzetno postrožio naloživši da raspolaganje ulagatelja udjelom koji je založen može biti valjano samo uz suglasnost založnoga dužnika. Članak 116. ZAIF-a.

<sup>745</sup> Članak 10. Pravilnika o udjelima AIF-a.

pojedine klase udjela moraju biti u skladu s pravilima i/ili prospektom AIF-a i ne smiju prouzročiti štetu imateljima drugih klasa udjela istog AIF-a.

Kod otvorenih fondova exit ulagatelja iz AIF-a započinje zahtjevom za otkup udjela. Zahtjev nije potrebno obrazložiti, veća ko postoji volja ulagatelja za izlazom iz AIF-a, UAIF je dužan otkupiti udjel.<sup>746</sup> Otkup udjela u otvorenom AIF-u bez pravne osobnosti je pravni posao kojim konačno i bezuvjetno ulagatelj otuđuje udjele AIF-a (dio udjela ili sve udjele), a UAIF ih otkupljuje te se udjeli isplaćuju iz imovine AIF-a.<sup>747</sup> Cijena otkupa koju UAIF isplaćuje ulagatelju uvijek je točna neto vrijednost izdanih udjela<sup>748</sup> i to na dan postavljanja zahtjeva za otkup. Njegova je glavna značajka da ne odražava buduća očekivanja prinosa ili promjene u portfelju u budućnosti, već stanje AIF-a u trenutku podnošenja zahtjeva za otkup. Stoga se može zaključiti da je neto vrijednost imovine - neto asset value (u daljnjem tekstu: NAV), likvidacijska vrijednost, a ne očekivana vrijednost. Izračun NAV-a<sup>749</sup> imovine svakog AIF-a mora se obavljati pažnjom dobrog stručnjaka, pri čemu se mora osigurati nepristrano postupanje prema svim ulagateljima u AIF te mora biti u najboljem interesu ulagatelja,<sup>750</sup> a što je dužnost UAIF-a te depozitara koji je odgovoran za kontrolu izračuna.<sup>751</sup> No, da bi UAIF mogao ispuniti

---

<sup>746</sup> Ako stjecatelj stekne udjel u AIF-u bez pravne osobnosti na temelju odluke suda ili druge nadležne vlasti ili na temelju zakona, a ne ispunjava uvjete da postane ulagatelj, u tom će slučaju UAIF otkupiti udjel. No, ako ulagatelj, koji je vlasnik udjela u AIF-u bez pravne osobnosti, odbije dati informacije relevantne za provedbu FATCA-e (Sporazum FATCA je Sporazum između Vlade RH i Vlade SAD-a radi unaprjeđenja i izvršenja poreznih obveza na međunarodnoj razini te razmjenu informacija o računima rezidenata dviju država u cilju izbjegavanja porezne utaje) i Direktive u pogledu obvezne razmjene informacija u području oporezivanja, a koje su potrebne kako bi se otklonila sumnja da bi moglo doći do pranja novca ili financiranja terorizma, UAIF može donijeti odluku o otkupu udjela od takvog ulagatelja bez njegove suglasnosti (članak 117. stavak 6. ZAIF-a).

<sup>747</sup> Pri osnivanju AIF-a bez pravne osobnosti cijenu izdanja pri početnoj ponudi udjela određuje UAIF i navodi je u pravilima AIF-a i u prospektu kada je primjenjivo. Ako nije utvrđeno drukčije, svako izdavanje udjela nakon početne ponude udjela provodi se po zadnjoj utvrđenoj netovrijednosti imovine po udjelu (u daljnjem tekstu: NAV) (članak 156. stavak 1. i 4. ZAIF-a).

<sup>748</sup> Neto vrijednost imovine (NAV) ukupna je vrijednost dionica, obveznica, gotovog novca i druge imovine koju fond posjeduje minus sve postojeće obveze fonda poput obračunatih naknada podijeljena s brojem postojećih udjela. Kada se kupuju ili prodaju udjeli u investicijskom fondu, transakcije se obavljaju prema tekućoj netovrijednosti imovine. Mishkin, Frederic S., Eakins, Stainley G., Financijska tržišta i institucije, Zagreb, Mate, 2019., prijevod s izdanja na engl. jeziku pod nazivom: Mishkin, Frederic S., Eakins, Stainley G., Financial markets nad institutions, 8. ed., Pearson Education, Inc., 2015.

<sup>749</sup> Članak 154. ZAIF-a.

<sup>750</sup> Članak 157. stavak 1. ZAIF-a. Ako pravilima nije drukčije određeno izdavanje i otkup udjela u AIF-u bez pravne osobnosti obavlja se tijekom određenog dana po cijeni koja u vrijeme izvršenja zahtjeva za izdavanje ili otkup udjela nije određena nego određiva. S tim da je dopušteno na utvrđenu cijenu naplaćivati ulazne i izlazne naknade. No nije dopušteno izdavanje i otkup udjela u AIF-u za iznos veći ili manji od cijene koja je utvrđena cijena udjela, osim ako to nije drukčije određeno pravilima.

<sup>751</sup> UAIF je dužan osigurati (članak 153. ZAIF-a) da se netovrijednost AIF-a te cijena udjela izračunava na temelju usvojenih računovodstvenih politika, odnosno metodologija vrednovanja. Vrednovanje imovine može biti povjereno vanjskom procjenitelju i to ne može biti depozitar. Depozitar kontrolira izračun vrijednosti i odgovoran je za kontrolu izračuna. Kod otvorenog AIF-a bez pravne osobnosti UAIF će na svojoj mrežnoj stranici objavljivati utvrđenu cijenu udjela za svaki dan vrednovanja, a najmanje dva puta godišnje. Cijena udjela otvorenog AIF-a s

svoju obvezu on u trenutku podnošenja zahtjeva za otkup udjela mora biti likvidan, kako bi mogao isplatiti udjele ulagatelju.

Ono što je specifično za AIF bez pravne osobnosti jest otkup in specie, odnosno otkup ulagateljeva udjela prijenosom odgovarajućeg postotka svake vrste imovine AIF-a u ukupnoj vrijednosti udjela AIF-a koji se time otkupljuju.<sup>752</sup> On je dopušten,<sup>753</sup> osim ako bi se takvim otkupom doveli u nepovoljniji položaj ostali ulagatelji. No on je moguć čak i tada, ali samo kao kombinacija otkupa in specie i otkupa udjela, uz uvjet da je tako predviđeno pravilima fonda.<sup>754</sup>

Ako UAIF i depozitar smatraju da postoje osnovani i dostatni razlozi za obustavu otkupa u interesu imatelja ili potencijalnih imatelja udjela, posljedica je i istodobna obustava izdavanja udjela.<sup>755</sup> No odluku o obustavi otkupa ili izdavanja udjela može donijeti i HANFA kada je to u javnom interesu ili interesu ulagatelja u AIF-u.<sup>756</sup>

Postoji stvarna opasnost da se pravom na otkup udjela (s obzirom na to da ono prestaje donošenjem odluke o likvidaciji) može manipulirati na način da oni ulagatelji koji više znaju i bliži su UAIF-u i informacijama, mogu zahtjev postaviti prije te vremenske rampe, odnosno mogu potencijalno u dogovoru s UAIF-om podesiti to svojim interesima. Naime, u slučaju donošenja odluke o likvidaciji, zabranjeno je svako daljnje izdavanje ili otkup udjela,<sup>757</sup> a likvidator je dužan postupati u najboljem interesu ulagatelja te voditi računa da se likvidacija provede u razumnom roku. Iz sredstava AIF-a tada se prvo podmiruju obveze AIF-a dospjele do dana donošenja odluke o likvidaciji, uključujući i zahtjeve za otkup udjela koji su podneseni do dana donošenja odluke o likvidaciji. Tek nakon toga se podmiruju sve druge obveze AIF-a koje nisu dospjele do dana donošenja odluke o likvidaciji, a proizlaze iz transakcija povezanih uz upravljanje imovinom. Tek po isplati tih zahtjeva za otkup udjela, odnosno nakon podmirenja obveza, preostala netovrijednost se raspodjeljuje ulagateljima razmjerno njihovu udjelu u AIF-u.<sup>758</sup> Ovdje se može uočiti potencijalni sukob interesa. Naime, ulagatelji koji su

---

javnom ponudom mora biti priopćena bilo kojem ulagatelju bez obzira na koji način on zatraži tu informaciju, bilo telefonom, e-mailom ili u podružnici UAIF-a (članak 158. ZAIF).

<sup>752</sup> Otkup *in specie* u *limited partnershipu* obično je zabranjen kroz *partnership agreement* ili ograničen. Vidi više: Lavoie, Guillaume, Should Private Venture funds and Managers import the mutual funds and hedge fund open-ended structure? Executive MBA – McGill – HEC Montréal – Final Paper, (2015.), str. 4-87., str. 9., dostupno na: <https://www.lavery.ca/upload/pdf/lavoieguillaume/EMBA-FinalPaper-FINAL.PDF> (13.6.2020.).

<sup>753</sup> Otkup *in specie* moguć je samo uz pristanak ulagatelja te uz ispunjavanje uvjeta predviđenih člankom 4. Pravilnika o udjelima AIF-a.

<sup>754</sup> Članak 160. ZAIF-a.

<sup>755</sup> Članak 162. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>756</sup> Članak 162. stavak 6. ZAIF-a.

<sup>757</sup> Članak 225. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>758</sup> Članak 226. ZAIF-a.

malo „bliži“ UAIF-u mogu neposredno doznati povlaštene informacije puno ranije negoli drugi ulagatelji te postaviti zahtjev za otkup udjela, nazirući što se s AIF-om događa. Problem se naravno pojačava, ako je UAIF i ulagatelj u AIF-u. Posljedica toga je da će se njihov zahtjev za otkupom udjela, isplatiti na temelju redosljeda ispostavljenih zahtjeva po NAV-u koju je taj udjel imao na dan ispostavljanja zahtjeva. Ostali ulagatelji će svoje udjele kroz likvidaciju naplatiti isključivo nakon što se podmire sve obveze AIF-a zaprimljene prije otvaranja postupka likvidacije, razmjerno vrijednosti njihovih udjela u odnosu na imovinu što je preostala. Upravo je zbog toga vrlo važno jasno utvrđivanje povezanih osoba fonda<sup>759</sup> te jasno i transparentno određivanje pravila po kojima će se ulagatelji obavještavati. Također je bitno rukovodeći se pravilima društava koja su uvrštena na uređeno tržište, da povlaštene informacije budu objavljene u isto vrijeme, na isti način i svim ulagateljima kako bi se time spriječio mogući sukob interesa (u situaciji kod društava koja su uvrštena na uređeno tržište to može rezultirati i kaznenopravnom odgovornošću).<sup>760</sup>

Kada likvidator u postupku likvidacije ne može unovčiti imovinu fonda i isplatiti imateljima udjela razmjernan dio preostale neto vrijednosti fonda ni u produljenom roku,<sup>761</sup> on može radi završetka postupka likvidacije preostalu imovinu fonda u obliku potraživanja prenijeti imateljima udjela, razmjerno veličini njihovih udjela u fondu, osim ako se neki od imatelja udjela tome protive. Čini se da se ovdje nazire pravna praznina. Naime, to je trenutak kada je likvidacijska masa ili pravo na potraživanje iz likvidacijske mase podijeljeno likvidacijskim izvještajem. Ako ulagatelji ne žele preuzeti tako podijeljenu imovinu, postavlja se pitanje do kada je likvidator dužan brinuti o imovini (pravima koja su poimence razdijeljena ulagateljima)? I ulagatelj bi trebao imati odgovornost prema svojoj imovini. Naime, ako je jasan koncept da ulagatelj stječe položaj suovlaštenika na stvarima i pravima u zasebnoj imovini fonda, a likvidator je u izvanrednom režimu likvidacije, imovinu fonda raspodijelio na suovlaštenike, onda više niti nema zasebne imovine fonda, već svaki suovlaštenik treba preuzeti odgovornost za svoj dio imovine. Ako to ne učini, trebalo bi se u slučaju postavljanja zahtjeva

---

<sup>759</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.7.3.1.2. Transakcije s povezanim osobama, str. 230. i dalje.

<sup>760</sup> Čulinović-Herc, Edita, Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30, br. 1(2009), str. 135-170., dostupno na: [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=80378](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=80378) (15.4.2020.); Jurić, Dionis, Zubović Antonija, Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja dioničkih društava; Zbornik Pravnog fakulteta sveučilišta u Rijeci, vol. 30, br. 1(2009), str. 291-331.

<sup>761</sup> Članak 9. stavak 9. Pravilnika o likvidaciji i produljenju trajanja AIF-a. Zakonodavac je ovdje preuzeo rješenje iz Pravilnika o likvidaciji i prestanku UCITS fondova (članak 7. stavak 3. i članak 8. stavak 14. Pravilnika o likvidaciji i prestanku UCITS fondova, Narodne novine, br. 26/19.).



za naknadu štete prema likvidatoru pozvati na načelo doprinosa oštećenika vlastitoj šteti<sup>762</sup> kao radnje ili propusta poduzimanja radnje radi umanjenja već nastale štete.<sup>763</sup> Autorica smatra da bi HANFA, de lege ferenda trebala izmijeniti Pravilnik o likvidaciji i produljenom trajanju AIF-a u dijelu obveze likvidatora ako likvidaciju nije moguće provesti,<sup>764</sup> odnosno unovčiti imovinu AIF-a i isplatiti ulagateljima razmjerni dio preostale neto vrijednosti imovine AIF-a niti u produljenom roku prema tom pravilniku i dodijeliti ovlaštenje likvidatoru da prenese na ulagatelje onu imovinu koju nije moguće unovčiti bez ikakvih daljnjih pitanja, ex lege. Doduše, pravilnik utvrđuje da je pravilima AIF-a moguće i za ovaj slučaj propisati drukčiji način podjele ili prijenosa imovine, pod uvjetom da su svi ulagatelji suglasni, no takve bi se te situacije unaprijed prevenirale te bi se time izbjegao dugotrajni i bezuspješni postupak likvidacije, a na ulagatelje prebacila odgovornost za upravljanje vlastitom imovinom.

UAIF koji upravlja s više otvorenih AIF-ova ulagatelju u otvoreni AIF na njegov zahtjev može omogućiti zamjenu svih ili dijela udjela otvorenog AIF-a za udjele u drugim otvorenim AIF-ovima kojima upravlja.<sup>765</sup> U slučaju, pak, statusnih promjena AIF-a, regulator, vodeći računa da ne oslabi ekonomski položaj imatelja udjela u AIF-u koji sudjeluje u statusnoj promjeni nalaže da imatelj udjela u AIF-u prenositelju, stječe udjele u AIF-u preuzimatelju, u skladu s određenim omjerom zamjene.<sup>766</sup> I ovime se naglašava načelo da UAIF kao povjerenik ulagatelja AIF-a, mora postupati isključivo u najboljem interesu ulagatelja vodeći računa o njihovim ekonomskim interesima.

Iz svega iznesenog proizlazi da ulagatelj može u svakom trenutku postaviti zahtjev za otkup svog udjela UAIF-u, koji ga je dužan procijeniti na dan podnošenja zahtjeva i isplatiti ga ulagatelju bez pitanja u skladu s pravilima AIF-a, pod uvjetom da je UAIF likvidan kako bi mogao ispuniti tu svoju obvezu. Time je postignut cilj predviđen za ovaj ustrojbeni oblik AIF-ova, potrebna likvidnost za ulaganje i mobilnost ulagatelja (kada ciljevi ulagatelja nisu više istovjetni s ciljevima fonda ili ulagatelj smatra da bi u nekoj drugoj vrsti ulaganja mogao ostvariti bolji ekonomski interes).

---

<sup>762</sup> Članak 1092. ZOO-a.

<sup>763</sup> Vragović, Danijela, Razgraničenje instituta doprinosa oštećenika vlastitoj šteti i podijeljene odgovornosti za štetu, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 69, br. 5-6(2019), str. 871-902.

<sup>764</sup> Članak 9. točka 9. Pravilnika o likvidaciji i produljenju trajanja AIF-a.

<sup>765</sup> Članak 5. stavak 1. Pravilnika o udjelima AIF-a.

<sup>766</sup> Članak 2. stavak 3. Pravilnik o statusnim promjenama AIF-ova bez pravne osobnosti te uvjetima za promjenu razlikovnosti i oblika AIF-a.

#### 3.1.5.4. Posebnosti položaja ulagatelja u alternativni investicijski fond s pravnom osobnošću

AIFMD u članku 2(2b) naglašava kako pravni oblik u kojem je ustrojen AIF nije odlučujući. S obzirom na velike razlike među nacionalnim zakonodavstvima država članica pristup svake od njih je, kako je ranije izloženo,<sup>767</sup> različit i ovisi o povijesnom razvoju. U svakoj od država članica razvidna je prilagodba i razvoj onih ustrojbenih oblika s pomoću kojih će se unaprijediti gospodarstvo i olakšati pristup ulagateljima.

U kojem će pravno ustrojbenom obliku UAIF osnovati zatvoreni AIF s pravnom osobnošću, hoće li to biti d.d. ili d.o.o. ili u nekom drugom, nacionalno prihvaćenom i dopuštenom obliku na to će utjecati odluka o visini kapitala koju će UAIF nastojati prikupiti (a koja odluka mora biti donesena prije negoli UAIF krene u prikupljanje) od potencijalnih ulagatelja kao i njihov broj, pa i ovisno o zahtjevima minimalnoga temeljnog kapitala potrebnog za osnivanje trgovačkog društva u pojedinoj državi članici. S druge strane, kako u zatvorenim fondovima nema prava dioničara/udioničara da na njihov zahtjev UAIF mora otkupiti udjele/dionice (osim iznimno kada se govori o d.d. s varijabilnim temeljenim kapitalom),<sup>768</sup> UAIF ne mora brinuti o svakodobnoj likvidnosti AIF-a (u odnosu na otkup), kao što to mora UAIF koji upravlja otvorenim AIF-om.<sup>769</sup> Iz kuta ulagatelja, bitan je iznos koji je ulagatelj ili „poslovni anđeo“ spreman uložiti, kupujući paket ili nekolicinu dionica, odnosno koliko želi diverzificirati rizik svog ulaganja<sup>770</sup> te do koje su visine svoga kapitala ulagatelji spremni odgovarati za obveze fonda.<sup>771</sup> No, ono što najviše razlikuje dioničara / udjelničara zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću od imatelja udjela u otvorenom investicijskom fondu bez pravne osobnosti jest da dioničar nema pravo na svakodobni otkup (dionice/udjela). To su ulagatelji koji svjesno ulažu

---

<sup>767</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.4. Odabir pravog oblika za alternativni investicijski fond, str. 104. i dalje.

<sup>768</sup> Pojam „investicijsko društvo s promjenjivim temeljnim kapitalom“ znači samo ona društva: čija je isključiva djelatnost ulaganje svojih sredstava u različite vrijednosne papire, zemljišta ili drugu imovinu s jedinim ciljem raspodjele investicijskog rizika i omogućivanja svojim dioničarima koristi od rezultata upravljanja njihovom imovinom, koja javnosti nude vlastite dionice za upis i čijim se statutom predviđa da, u granicama najmanjeg i najvećeg kapitala, u bilo kojem trenutku mogu izdati, amortizirati ili preprodati svoje dionice (članak 2. Direktive (EU) 2017/1132 od 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava (kodificirani tekst) – SL L 315, 14.11.2012., str. 74-97. (u daljnjem tekstu: Direktiva o određenim aspektima prava društava)). Vidi više u poglavlju: 3.1.4. Odabir pravog oblika za alternativni investicijski fond, str. 105. i dalje.

<sup>769</sup> Vidi više: Deli, Daniel N., Varma, Ray, Closed-end versus open-end: the choice of organizational form, *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, I., br. 1(2002), str. 1-27., str. 3., dostupno na: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00038-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00038-4) (2.11.2020.).

<sup>770</sup> Kirk, E., Open-ended versus closed-ended funds – what's the difference?, *Equity*, vol. 33, br. 10(2019), str. 8-16., str. 8., Wegman, Hanna, Elizabeth, op. cit., bilj. br. 596., str. 279.

<sup>771</sup> Nužno je istaknuti i da dioničar fonda ionako više diverzificira rizik od „običnog dioničara“ trgovačkoga društva, budući da se imovina fonda sastoji od portfelja financijskih instrumenata, a ne samo od jednog, pa je samim time i rizik manji.

dugoročno.<sup>772</sup> Obveza povrata dospijeva tek ako društvo ode u likvidaciju ili stečaj, iz ostatka likvidacijske ili stečajne mase. No s druge strane, dioničar uvijek može dionicu prodati na burzi s obzirom na to da je ona uvršteni vrijednosni papir te je time i likvidni financijski instrument. No ako govorimo o ustroju u obliku d.d. to će generirati daljnje obveze za ulagatelja i samo društvo u odnosu na transparentnost (primjerice informacija o promjeni broja dionica s pravom glasa i broju glasačkih prava)<sup>773</sup> propisane zakonodavnim okvirom koji regulira tržište kapitala na području EU-a (koje su primijenjene i u zakonodavstvu RH). To su obveze koje se u komparativnom pravu nazivaju mandatory disclosure.<sup>774</sup> Ulagatelju je zabranjeno raspolagati s povlaštenim informacijama,<sup>775</sup> dužan je društvo obavijestiti o promjenama u glasačkim pravima u slučaju prelaska pragova,<sup>776</sup> a u određenim lock-up periodima ulagatelju dioničaru nije dopušteno prodavati dionice.<sup>777</sup> Obveze generiraju i povećanu transparentnost i kod AIF-a i UAIF-a u odnosu na financijske izvještaje,<sup>778</sup> objavljivanje dioničarske strukture, stjecanje i otpuštanje vlastitih dionica<sup>779</sup> te informacija o promjeni u vezi s pravima iz izdanih vrijednosnih papira. Kako se portfelji sastoje od više različitih financijskih instrumenata, a upravitelji često upravljaju s više fondova istodobno, javljaju se potencijalni sukobi interesa povezani s

---

<sup>772</sup> Većina PE-a su zatvoreni fondovi (95 %). Podatak preuzet iz ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2019, dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2019-statistical-report> (16.7.2020.).

<sup>773</sup> Članak 473. ZTK-a.

<sup>774</sup> Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava, op. cit., bilj. br. 759., str. 291-331.

<sup>775</sup> U 2019. godini je FCA u UK-u izrekao dvije novčane kazne u iznosu od 108 i 306 tisuća funti UAIF-ovima jer su utvrdili da su dijelili informacije vezane za inicijalnu javnu ponudu izdanja dionica. Vidi više: Dickson, P., op. cit., bilj. br. 592., str. 377.

<sup>776</sup> Članak 482. ZTK -a: Fizička osoba ili pravni subjekt koji neposredno ili posredno dosegne, prijeđe ili padne ispod praga od 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 i 75 % glasačkih prava u izdavatelju dionica obavezan je o takvom doseganju, prelasku ili padu ispod glasačkih prava dostaviti izdavatelju i HANFA-i istodobno obavijest iz članka 486., a u roku iz članka 487. ZTK-a.

<sup>777</sup> Navedena zabrana o transakcijama rukovoditelja proizlazi iz pretpostavke da bi rukovoditelji u društvu u trenutku izvršenja transakcije s dionicama društva mogli biti u posjedu povlaštenih informacija na temelju kojih bi izvršili ove transakcije, a jedan od glavnih ciljeva Uredbe je osigurati zaštitu integriteta financijskog tržišta i jačanje povjerenja ulagatelja koji se temelji na sigurnosti da će ulagatelji biti u ravnopravnom položaju i zaštićeni od zloupotrebe povlaštenih informacija. No *lock up* periodi mogu, osim ovih obveznih regulatornih, biti propisani i ugovaranjem od samih ulagatelja u njihovim osnivačkim aktima, a radi ostvarenja investicijskog cilja koji se želi postići, i to upravo u cilju zadržavanja vlasničke strukture koja je prvotno krenula u poduhvat te koja isti želi na isti način, strategijom i ciljevima i dovršiti. Članak 19. stavak 11. Uredbe(EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zluporabi tržišta te stavljanju izvan snage Direktive 2006/3/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i Direktiva Komisije 2003/124/EZ i 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (Tekst značajan za EGP), SL L 173, 12.6.2014. (u daljnjem tekstu: Uredba o zluporabi tržišta).

<sup>778</sup> Vidi više: Pervan, Ivica, Horak, Hana, Vasilj, Marijana, Financial Reporting Regulation for the Listed Companies; Ekonomska misao i praksa, vol. 2, br. 2(2010), str. 277-309., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/62316> (15.4.2020.).

<sup>779</sup> Članak 474. ZTK-a.

kolanjem informacija o stanju tih fondova/društava.<sup>780</sup> To su sve obveze koje ulagatelji, a niti UAIF-a bez pravne osobnosti nemaju, već ulagatelji otvorenih AIF-ova mogu svoje ulaganje unovčiti u bilo kojem trenutku kada to odluče, bez da pritom moraju ispuniti dodatne uvjete koje zahtijeva tržište kapitala. Mnogi smatraju da je „pravo otkupa“ i dalje najjače pravo kojim se kao mehanizmom mogu štititi ulagatelji.<sup>781</sup>

No, ono što se uočava u nacionalnim zakonodavstvima država članica EU-a i što dodatno razlikuje zatvoreni od otvorenog AIF-a bez pravne osobnosti, jest da je zatvoreni AIF osnovan u obliku d.d. ili d.o.o. te ima ustrojenu korporativnu strukturu putem koje ulagatelji/dioničari mogu utjecati na kontrolu upravljanja AIF-om.<sup>782</sup> Ulagatelji fondova s pravnom osobnošću, svjesni činjenice da ne mogu tako lako izaći iz AIF-a kao kod otvorenih AIF-ova, ovdje su zainteresirani za alate korporativnog upravljanja putem kojih mogu neposredno utjecati na upravljanje i posljedično na odluke o ulaganju,<sup>783</sup> pa i iskazati nezadovoljstvo<sup>784</sup> koristeći iste alate. Znači, dok kod AIF-ova bez pravne osobnosti vidimo snažno izražen iskaz povjerenja kroz povjerenički odnos kojim kroz ugovor o ulaganju ulagatelji povjeravaju svoju imovinu UAIF-u, kod zatvorenih AIF-ova ulagatelji/dioničari mogu ostvariti veći utjecaj i kontrolu nad svojim ulaganjem putem instrumenata korporativnog upravljanja, te o njima ovisi hoće li se ponašati kao pasivni dioničari ili će se koristiti svojim pravima i tako utjecati na ostvarivanje svog ekonomskog interesa.<sup>785</sup> S druge strane, iz same definicije AIF-a iz AIFMD, ali i Smjernica ESME<sup>786</sup> proizlazi, da je jedan od elemenata koji se moraju kumulativno ispuniti da

---

<sup>780</sup> S obzirom na to da UAIF upravlja s više fondova, imat će više prilike doći i do povlaštenih informacija i povjerljivih informacija, koje može iskoristiti kako bi u određenom momentu poboljšao poslovanje jednog fonda na uštrb drugoga. Krug, Anita, Investment Company as Instrument: The Limitations of Corporate Governance Regulatory Paradigm, Southern California Law Review, vol. 86, (2013.), str. 263-269., dostupno na: <https://digitalcommons.law.uw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1005&context=faculty-articles> (1.11.2020.).

<sup>781</sup> Johnson, Lyman P.O., Protecting mutual fund investors: an inevitable eclecticism, u: Birdthistle, William A., Morley, J. (ed.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2018., str. 141-163., str. 142.

<sup>782</sup> Korporativno upravljanje ima tri cilja, da aktivno i jednako štiti prava dioničara, da nadgleda upravu društva i da prikaže transparentno informacije i financijske i one druge o stanju društva. Vidi više: Mendoza, Jose Miguel, Van der Elst, Christoph, Vermeulen, Erik P. M., Entrepreneurship and Innovation: The Hidden Costs of Corporate Governance in Europe (October 26, 2010). Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2/2010., dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1698352> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1698352> (14.7.2020.).

<sup>783</sup> Ulagatelji žele imati puno veću kontrolu nad svojim ulaganjem i upraviteljem jer ne mogu prije likvidacije fonda naplatiti svoje ulaganje, pa je zbog te činjenice u osnivačkim aktima zatvorenim fondova pregovaranje puno detaljnije.

<sup>784</sup> Wegman, Hanna Elizabeth, op. cit., bilj. br. 596., str. 110-117.

<sup>785</sup> Ako zatvorenim AIF-om s pravnom osobnošću upravlja unutarnji upravitelj on vodi poslove i zastupa AIF u svim pitanjima, osim u onima u kojima je za zastupanje zatvorenog AIF-a ovlašten nadzorni odbor zatvorenog AIF-a (članak 100. stavak 2. ZAIF-a).

<sup>786</sup> Vidi više u poglavlju: 2.2.1.4. Određenje AIF na razini Europske unije, str. 41. i dalje.

bi određeni subjekt bio AIF jest i da imatelji udjela nemaju pravo svakodobnog odlučivanja ili kontrole, odnosno neposrednu i kontinuiranu ovlast za donošenje odluka o upravljanju imovinom.<sup>787</sup> Takav zahtjev dolazi iz potrebe sprječavanja sukoba interesa između imatelja udjela - ulagatelja i prioritiziranja njihovih interesa. No to se nadopunjuje s organizacijskom strukturom, gdje ulagatelji ulažu imovinu u AIF-u (pravnu osobu), a AIF-om upravlja druga pravna osoba, upravitelj – unutarnji ili vanjski. To znači da i ulagatelji koji su pravne osobe, trgovačka društva, ne mogu utjecati na donošenje operativnih odluka i nisu izabrali svoju upravu kao organ AIF-a pravne osobe društva,<sup>788</sup> već za to imaju profesionalca koji upravlja njihovom imovinom – unutarnjeg ili vanjskog upravitelja. I tu već vidimo odmak od uobičajenog poslovanja trgovačkog društva i ustrojavanja organa korporativnog upravljanja.

U nastavku će se prikazati ustrojbeni oblici koji su dopušteni u RH za zatvorene AIF-ove s pravnom osobnošću, način na koji je ustrojena njihova korporativna struktura te kako je zakonodavac osmislio međusobnu koherenciju. Je li AIF osnovan kao zatvoreni s pravnom osobnošću doista proizašao na temeljima, tzv. korporativne paradigme ili na temeljima prava investicijskih fondova i fiducijarne odgovornosti upravitelja, s obzirom na njihov specifičan ustroj i organizacijsku strukturu te ulogu UAIF-a kao financijskih posrednika?<sup>789</sup> Sve su to elementi koje treba razmotriti zajedno, ali imajući u vidu osnovni smisao AIF-ova, a to je prikupljanje kapitala od ulagatelja te njegovo ulaganje isključivo u interesu samih ulagatelja.

#### 3.1.5.4.1. Posebno o položaju ulagatelja u alternativnim investicijskim fondovima s pravnom osobnošću u Republici Hrvatskoj

ZAIF propisuje<sup>790</sup> da je zatvoreni AIF s pravnom osobnošću – pravna osoba osnovana u obliku d.d., d.o.o. ili k.d. koju osniva i kojom upravlja UAIF u njeno ime i za njen račun u skladu s odredbama ZAIF-a, pravilima AIF-a, statutom ili društvenim ugovorom, a čiji udjeli na zahtjev ulagatelja nisu otkupljeni iz imovine AIF-a. Na zatvoreni AIF s pravnom osobnošću primjenjuju se odredbe zakona kojima se uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava,<sup>791</sup> dakle ZTD-a, ako nije drukčije određeno. Razvidno je da je ZAIF u nekim slučajevima propisao

---

<sup>787</sup> Vidi i: Zetzsche, Dirk A., Preiner, C. D., Scope of the AIFMD, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 3., str. 49-83., str. 75.

<sup>788</sup> U RH, dok u Njemačkoj i Luksemburgu AIF ustrojen kao d.d. s varijabilnim kapitalom zadržava svoju upravu društva. Vidi više: Derenčinović Ruk, Morana, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds?, op. cit., bilj. 205., str. 167-175.

<sup>789</sup> Krug, Anita, op. cit., bilj. br. 779., str. 263-269.

<sup>790</sup> Članak 4. stavak 5. točka a ZAIF-a.

<sup>791</sup> Članka 98. stavak 6., članak 99. stavak 4. i članak 99a. stavak 4. ZAIF-a.

zajedničke odredbe i za AIF ustrojen kao d.d. i za AIF ustrojen kao d.o.o., primjerice kada je određivao nadležnosti skupštine / glavne skupštine zatvorenih AIF-a s pravnom osobnošću. Za osnivanje zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću nužno je ishoditi odobrenje HANFA-e<sup>792</sup>

Prema izvješću HANFA-e na dan 28. studenoga 2021.<sup>793</sup> u RH je registriran samo jedan zatvoreni AIF s privatnom ponudom s pravnom osobnošću. Na dan 15. rujna 2023. godine prema podacima HANFA-e<sup>794</sup> i dalje je registriran samo jedan zatvoreni AIF s privatnom ponudom s pravnom osobnošću – osnovan u obliku d.d. Postavlja se pitanje zašto je tomu tako. Na to će se pitanje pokušati pronaći odgovor.

Zatvoreni AIF koji se osniva kao dioničko društvo ima statut i pravila, a ako se distribuira javnom ponudom i prospekt. Pri osnivanju zatvorenog AIF-a osnovanog u obliku d.d. na početnu ponudu dionica<sup>795</sup> primjenjuju se odredbe zakona kojima se uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava i zakona kojima se uređuje tržište kapitala.<sup>796</sup> Takve AIF-ove UAIFosniva nakon što ulagatelji / dioničari usvoje osnivačke akte u skladu sa ZTD-om – statut.<sup>797</sup> „Statut je pravni posao sui generis koji se može označiti kao obveznopravni i organizacijski ugovor.“<sup>798</sup> Statutom se osnivači, budući dioničari, odlučuju o unutrašnjem ustrojstvu društva jer je statut osnivački akt društva. Djeluje kao ugovor inter partes između osnivača društva, do trenutka dok se dioničko društvo ne ustroji, odnosno upiše u sudski registar. Svi osnivači društva udružuju se radi postizanja određenog zajedničkog cilja svih članova društva<sup>799</sup> dioničara, pa stoga statut određuje status svakog d.d. u pravnom i u poslovnom prometu na način da uređuje osobitosti svakoga društva koje ne može za svako društvo ponaosob urediti ZTD.<sup>800</sup> On je skup odredbi kojima se određuju članska prava

---

<sup>792</sup> Članak 108. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>793</sup> HANFA – broj investicijskih fondova, podatci preuzeti sa: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3> (28.12.2021.).

<sup>794</sup> Podatci preuzeti s mrežne stranice HANFA-e: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr) (15.9.2023.).

<sup>795</sup> Članak 163. stavak 2. ZTD-a. Nominalni iznos dionice ne može biti manji od 1 EUR-a, a minimalni temeljni kapital d.d. ne može biti niži od 25.000 EUR-a (članak 162. ZTD-a).

<sup>796</sup> Članak 156. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>797</sup> Statut usvajaju osnivači putem Izjave o prihvaćanju statuta ovjerovljene kod javnog bilježnika (članak 173. stavak 1. ZTD-a).

<sup>798</sup> Miladin, Petar, Dije li statut i poduzetnički ugovori zajedničku korporacijskopravnu prirodu i koliko je to bitno za praksu?, Pravo u gospodarstvu, br. 5(2012), str. 668-691., str. 669.

<sup>799</sup> U članku 98. stavak 2. ZAIF-a izričito se navodi da statut zatvorenog AIF-a osnovanog u obliku d.d. sadržava odredbe propisane zakonom kojim se uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava i ulagateljske ciljeve AIF-a te ostale podatke.

<sup>800</sup> Miladin, Petar, Dije li statut i poduzetnički ugovori zajedničku korporacijskopravnu prirodu i koliko je to bitno za praksu?, op. cit., bilj. br. 798., str. 668-691., str. 669.

osnivača društva kao i osoba, članova društva, dioničara koji kasnije pristupe društvu, kao i obveze koje iz tih prava nastaju te odredbi o unutarnjoj organizaciji društva.<sup>801</sup> Zatvoreni se AIF kao d.d. može osnovati samo sukcesivnim osnivanjem<sup>802</sup> i kao predmet poslovanja u sudski registar upisuje - prikupljanje novčanih sredstava javnom ili privatnom ponudom svojih dionica i ulaganja tih sredstava u skladu sa zakonom, prospektom kada je to primjenjivo, pravilima i statutom.<sup>803</sup>

Obveza je dioničara zatvorenog AIF-a uplatiti dionice u gotovu novcu u cijelosti prije upisa u sudski registar. Dionice se izdaju u nematerijaliziranom obliku, glase na ime te daju dioničarima prava utvrđena zakonom,<sup>804</sup> dok njihova vrijednost fluktuiru u skladu s ponudom i potražnjom na tržištu kapitala, kao i vrijednosti vrijednosnih papira koji se nalaze u portfelju zatvorenog AIF-a.<sup>805</sup>

Prava koja pripadaju dioničarima iz dionica dijele se na upravljačka i imovinska prava. Upravljačka daju dioničarima pravo da utječe na rad društva time štiteći svoj interes, interes društva i drugih dioničara. Na temelju imovinskih prava ostvaruje svoj interes i ekonomski cilj radi kojega je pristupio u tu pravnu zajednicu.<sup>806</sup> Imovinska su prava, kao temeljno pravo - pravo na isplatu dividende,<sup>807</sup> pravo na plaćanje naknade za ispunjenje dodatnih činidbi prema društvu,<sup>808</sup> pravo prvenstva pri upisu novih dionica društva,<sup>809</sup> pravo na isplatu dijela sudjelovanja u temeljnom kapitalu društva u slučaju njegova smanjenja,<sup>810</sup> pravo na isplatu

---

<sup>801</sup> „Statut od ugovornog uređenja odnosa među osobama koje osnivaju društvo postaje izvorom prava u objektivnom smislu za odnose unutar društva.“ Statut sadrži materijalno-pravne odredbe kao npr. obveza uplate uloga, obveze d.d. prema dioničarima, njihova prava, odredbe o organima društva, formalno-pravne odredbe kojima se uređuju odnosi između osnivača, društva i trećih, npr. odredbe o imenovanju prvih članova nadzornog odbora, dakle one koje po svom sadržaju izlaze izvan autonomije statuta, zatim indiferentne odredbe statuta kojima se dopunjuju odredbe statuta npr. odredbe o naknadi članova NO ili sudjelovanja uprave u dobiti društva – gdje osnivači samostalno odlučuju hoće li takve odredbe sročiti kao materijalne ili formalne odredbe statuta. Vidi više: Barbić, Jakša, Pravo društava: knjiga druga, Društva kapitala, Sv. 1., Zagreb, Organizator, (2013.), str. 142.

<sup>802</sup> Članak 98. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>803</sup> Članak 98. stavak 3. ZAIF-a.

<sup>804</sup> Članak 98. stavak 6. ZAIF-a.

<sup>805</sup> Jurić, Dionis, Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti, op. cit., bilj. br. 406., str. 149-185.

<sup>806</sup> Barbić, Jakša, Pravo na dividendu kao temeljno imovinsko pravo dioničara, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 62, br. 5-6(2012), str. 1413-1443.

<sup>807</sup> Članak 223. ZTD-a.

<sup>808</sup> Članak 225. ZTD-a.

<sup>809</sup> Članak 308. ZTD-a. Vidi više i: Miladin, Petar, Pravo prvenstva upisa novih dionica, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 61, br. 4(2011), str. 1181-1251., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/70314> (15.4.2020.).

<sup>810</sup> Članak 345. stavak 2. ZTD-a.

ostatka nakon provedene likvidacije društva,<sup>811</sup> pravo vanjskog dioničara na naknadu<sup>812</sup> i otpremninu<sup>813</sup> te pravo dioničara da društvo otkupi njegov udio plaćanjem primjene naknade.<sup>814</sup>

Po sadržaju prava koje daju dionice one mogu biti redovne i povlaštene.<sup>815</sup> Povlaštene dionice su one koje daju dioničaru neka povlaštena prava.<sup>816</sup> Takve, povlaštene dionice mogu dati dioničarima i povlaštenost u redosljediu isplate dividende. Tom vrstom dionica, UAIF pri osnivanju može lakše privući ulagatelje, osobito ako je jedan od ulagateljskih ciljeva AIF-a ulaganje u portfeljna društva koja su u etapi razvoja te se očekuje da donesu prinos nakon određene ekspanzije i pozicioniranja na tržištu. Tada bi kumulativne povlaštene dionice bile vrlo dobar instrument. Takva pogodnost i opet mora biti vrlo transparentno izražena kroz odluku o izdavanju dionica,<sup>817</sup> osnivačke akte AIF-a, statut, putem odredbi o posebnim pogodnostima koje se daju pojedinim dioničarima,<sup>818</sup> prospekt i pravila društva.

Zatvoreni AIF osnovan u obliku društva s ograničenom odgovornošću osniva se društvenim ugovorom,<sup>819</sup> kao temeljnim ustrojbenim aktom društva čije su odredbe propisane ZTD-om.<sup>820</sup> On obavlja djelatnost prikupljanja novčanih sredstava privatnom ponudom poslovnih udjela i ulaganja tih sredstava u skladu sa zakonom, pravilima i društvenim ugovorom.<sup>821</sup> Pri osnivanju zatvorenog AIF-a osnovanog u obliku d.o.o. na početnu se ponudu udjela<sup>822</sup> primjenjuju odredbe zakona kojima se uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava. Takve AIF-ove, UAIF osniva potpisivanjem osnivačkih akata u skladu sa ZTD-om, društvenim ugovorom<sup>823</sup> i pravilima AIF-a. Temeljni ulogi zatvorenog AIF-a uplaćuju se u gotovini te moraju biti u

---

<sup>811</sup> Članak 380. ZTD-a.

<sup>812</sup> Članak 491. ZTD-a.

<sup>813</sup> Članak 492. ZTD-a.

<sup>814</sup> Članak 562. stavak 1. ZTD-a, to je samo u slučaju preoblikovanja d.d. u d.o.o.

<sup>815</sup> Redovne dionice su one koje daju imatelju pravo glasa na glavnoj skupštini, pravo na isplatu dobiti i pravo na isplatu dijela likvidacijske – stečajne mase (članak 167. stavak 1. ZTD -a).

<sup>816</sup> Pravo dioničara na udio u dobiti – dividendu, određuje se prema temeljnom kapitalu društva koji otpada na njihove dionice, osim kod povlaštenih dionica koje daju pravo na dividendu u unaprijed dogovorenom postotku ili novčanom iznosu različitom od ostalih dioničara. Povlaštene dionice se dalje dijele (članak 167. stavak. 2. i 3 ZTD-a) na „kumulativne povlaštene dionice“ koje daju dioničaru pravo naplate kumuliranih neisplaćenih dividendi prije isplate dividendi imateljima redovnih dionica te „participativne povlaštene dionice“ koje daju imateljima pravo da pored određene dividende naplate i dividendu koja pripada imateljima redovnih dionica.

<sup>817</sup> Članak 172. ZTD-a.

<sup>818</sup> Članak 175. ZTD-a.

<sup>819</sup> Vidi više bilj. br. 358.

<sup>820</sup> Članak 387. - 388. ZTD-a.

<sup>821</sup> Članak 99. ZAIF-a.

<sup>822</sup> Članak 389. ZTD-a određuje da najniži temeljni kapital društva iznosi 2.500 EUR-a, a nominalni iznos poslovnog udjela (članak 390. stavak 1. ZTD-a) ne može biti manji od 10 EUR-a.

<sup>823</sup> Članak 387. stavak 1. ZTD-a.



cijelosti uplaćeni prije nego što se osnivanje upiše u sudski registar. ZTD ne poznaje mogućnost sukcesivnog osnivanja d.o.o. jer je riječ o manjem broju osnivača koji pregovaraju o odredbama društvenog ugovora.

U skladu s načelom poduzetničke slobode<sup>824</sup> poduzetnici pri sklapanju društvenog ugovora mogu autonomno odlučiti hoće li i s kim sklopiti ugovor, kojeg sadržaja, odnosno koja prava i obveze će tim ugovorom samostalno i autonomno ugovoriti.<sup>825</sup> No, kada govorimo o društvenom ugovoru zatvorenog AIF-a u obliku d.o.o. onda će on sadržavati odredbe koje propisuje ZTD uz ulagateljske ciljeve AIF-a te ostale podatke propisane ZAIF-om,<sup>826</sup> kao i ostala prava i obveze oko kojih se ulagatelji/članovi društva mogu autonomno dogovoriti – formalne odredbe ugovora. Odredbe kojima se stječu članska prava i obveze članova društva moraju biti ugovorene kroz društveni ugovor i prijenosom udjela prelaze na stjecatelja udjela.<sup>827</sup> Uplatom uloga članovi d.o.o. / udioničari stječu poslovni udjel, koji se, ako nije društvenim ugovorom drukčije određeno, utvrđuje u nominalnom iznosu, a na temelju kojega se stječe pravo na prodaju udjela, na udio u dobiti te pravo na ostatak likvidacijske ili stečajne mase.

Članovi društva donose odluke na skupštini društva i to one na koje su ovlaštene zakonom i društvenim ugovorom. Time ostvaruju svoja upravljačka prava, pravo glasa. Na skupštini društva odlučuju i o uporabi dobiti na koju imaju pravo na temelju poslovnog udjela. Udjel, također, daje svome članu i pravo na obaviještenost, kao i pravo na isplate članovima društva na temelju odluke o smanjenju temeljnog kapitala, nakon što se izmijenjeni društveni ugovor upiše u sudski registar.<sup>828</sup>

Kada bi se AIF ustrojio u obliku d.o.o. u kojem postoji „koncentrirana vlasnička struktura“,<sup>829</sup> u kojem udjeli društva ne kotiraju na uređenim tržištima, a može postojati i pravo prvokupa

---

<sup>824</sup> Koja je zajamčena Ustavom RH (članak 49. stavak 1.).

<sup>825</sup> Poduzetnička sloboda, kao temelj gospodarskog ustroja RH zajamčena je putem Ustava svim pravnim i fizičkim osobama u RH. Ona je svrstana među odredbe kojima se jamče gospodarske, socijalna i kulturna prava, pa i pravo vlasništva. Ustav RH izriječno određuje da država svim poduzetnicima jamči jednak položaj na tržištu, no zakonom se poduzetnička sloboda može ograničiti i to, među ostalim i radi zaštite interesa RH. Vidi više: Kušan, Lovorka, Petrović, Siniša, Ustavna jamstva i gospodarski ustroj Republike Hrvatske (o poduzetničkoj i tržišnoj slobodi i pravu vlasništva), Zagrebačka pravna revija, vol. 7, br. 3(2018), str. 255-276., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/229907> (21.6.2020.).

<sup>826</sup> Članak 99. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>827</sup> Poslovni udjel se može prenositi i nasljeđivati (članak 412. stavak 1. ZTD-a).

<sup>828</sup> Članak 465. stavak 1. ZTD-a.

<sup>829</sup> Čulinović-Herc, Edita, Rumora Marinac, Sonja, Braut Filipović, Mihaela, Pravno uređenje odnosa članova u zatvorenim (*closely held*) društvima na primjeru hrvatskog društva s ograničenom odgovornošću, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol 39. br. 1(2018), str. 45-90., str. 48., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/199389> (11.3.2020.).

poslovnih udjela,<sup>830</sup> ta društva znaju ugovarati lock up periode, u kojima ulagatelji utvrđuju da za određeni vremenski period neće prodavati svoje udjele u društvu. Takvu pravnu strukturu najčešće koriste VC/PE fondovi koji u pravilu za različita ulaganja osnivaju novi d.o.o. – SPV, koji objedinjuje navedene kvalitete te zbog svoga određenog vremena trajanja – dovršetka ulaganja koje je definirano investicijskim ciljem, na koncu ili prodaju SPV-a, ili donesu odluku o njegovu prestanku, nakon koje se provodi likvidacija i ne isplaćuje se dobit, već se ulagatelji isplaćuju iz ostatka likvidacijske mase.<sup>831</sup>

Kada ulagatelji žele prodati, odnosno prenijeti poslovni udjel, a to je jedini način da prije završetka unaprijed određenog investicijskog ciklusa / ulagateljskog cilja, prodaju svoj poslovni udjel i vrate barem dio ulaganja, ostali udioničari žele znati tko će stupiti na mjesto prethodnog ulagatelja. Hoće li to biti osoba koja će dijeliti istu viziju, kao i ostali ulagatelji? Cilj je ograničenja prijenosa udjela namjera zadržanja kontrole nad članstvom u društvu, s obzirom na to da se u društvu snažno isprepliću upravljačka i imovinska prava ulagatelja / udioničara u društvu.<sup>832</sup>

Prijenos poslovnih udjela u d.o.o. je/ili može biti ograničen i formom i prethodnim ili naknadnim suglasnostima ostalih članova društva.<sup>833</sup> Vidljivo je, da u odnosu na ulagatelje otvorenog AIF-a bez pravne osobnosti, ne samo da udjeli u zatvorenom AIF-u osnovanom u obliku d.o.o. nisu svakodnevno otkupivi, već i da bi takav prijenos ili unovčenje imovine ulagatelja/člana AIF-a bio valjan, potrebno je u većini slučajeva dobiti prethodnu suglasnost ostalih članova društva AIF-a te zadovoljiti određenu formu ugovora.<sup>834</sup> Budući da udjeli d.o.o. nisu uvršteni na uređeno tržište,<sup>835</sup> prije same prodaje treba ih i procijeniti.<sup>836</sup>

---

<sup>830</sup> Pravo prvokupa se ugovora jer je koncentrirana vlasnička struktura iz doba osnivanja društva imala jedinstveni ulagateljski cilj, za čije je ispunjenje potrebno određeno vrijeme te udjeli nisu u slobodnom optjecaju i to iz razloga što novi ulagatelji možda imaju isti cilj, no ne znači nužno da žele doći do cilja kao i ulagatelji – osnivači na isti način te žele primjenu nekih novih investicijskih tehnika ili strategija.

<sup>831</sup> Morley, John, op. cit., bilj. br. 548., str. 1255.

<sup>832</sup> Ibid. U inozemnoj poslovnoj praksi vidimo da je broj ulagatelja u takva društva uobičajeno vrlo malen, udružuju se ulagatelji među kojima postoji vrlo visok stupanj povjerenja te se često ugovara pravo prvokupa pri prodaji udjela društva u korist ostalih članova društva.

<sup>833</sup> A što je prethodno utvrđeno u društvenom ugovoru i pravilima društva, pa iako bi *titulus* prijenosa kao obveznopravni aspekt bio valjan, no akoo *modus* nije prikladan prijenos neće proizvoditi pravne učinke.

<sup>834</sup> Članak 412. stavak 3. ZTD-a: „Za prijenos poslovnog udjela potreban je ugovor sklopljen u obliku javnobilježničkog akta ili privatne isprave potvrđene od javnog bilježnika, ili sudska odluka koja zamjenjuje takav ugovor“.

<sup>835</sup> Članak 385. stavak 4. ZTD-a zabranio je sukcesivni način osnivanja d.o.o., što govori da je *ab initio* svrstan u nejavni tip društva. Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Rumora Marinac, Sonja, Braut Filipović, Mihaela, Pravno uređenje odnosa članova u zatvorenim (*closely held*) društvima na primjeru hrvatskog društva s ograničenom odgovornošću, op. cit., bilj. br. 829., str. 52.

<sup>836</sup> Problem je i vrednovanje – onaj koji prodaje želi postići što bolju cijenu i obrnuto, onaj koji kupuje želi kupiti po što nižoj cijeni. No, dodatno različite pozicije (kupnja, prodaja) utječu i na odabir metode vrednovanja.

Ako, pak, član AIF-a ne može prodati svoje udjele, a s obzirom na to da nema prava na otkup, postoji mogućnost da član društva postavi zahtjev da istupi iz društva (putem suda ili ako je unaprijed predviđeno društvenim ugovorom) kada za to postoje opravdani razlozi. Opravdani razlog bio bi, primjerice, ako mu neki od članova društva ili organa društva prouzroče štetu ili mu se nameću neka prava ili obveze, a na koja on nije unaprijed pristao. Sud tada donosi odluku o primjerenom naknadi koju će mu društvo isplatiti na ime naknade za udjele.<sup>837</sup> Drugi je slučaj isključenje člana od društva na zahtjev samoga društva u slučaju važnog razloga – postupanja člana društva na način kojim se onemogućava ili znatno otežava postizanje cilja društva, pa se zbog toga njegov ostanak u društvu čini nepodnošljivim.<sup>838</sup> Društvo je u tom slučaju također dužno platiti naknadu članu.<sup>839</sup> Ovo su sve hipotetske situacije koje bi se mogle (jer ih regulator nije izuzeo za AIF-ove, a trenutačno u RH nema niti jednog AIF-a osnovanog u tom obliku) primijeniti na postupanje za zatvoreni AIF ustrojen u obliku d.o.o.

Budući da ulagatelji imaju i druga prava kao članovi društva, ZAIF, kao *lex specialis*, određuje proširenu nadležnost skupštine, odnosno glavne skupštine pored nadležnosti na temelju ZTD-a za zatvoreni AIF osnovan u obliku d.o.o. i d.d. ZAIF propisuje da glavna skupština / skupština zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću donosi odluke kvalificiranom većinom glasova koji predstavljaju tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na skupštini pri odlučivanju, i to za točno određene odluke<sup>840</sup> koje se tiču ulagatelja i to: povećanje godišnje naknade UAIF-a iznad iznosa navedenog u važećem prospektu i/ili pravilima zatvorenog AIF-a, promjene ulagačkih ciljeva i profila rizičnosti zatvorenog AIF-a u odnosu na ciljeve i profil rizičnosti navedene u prospektu/pravilima, statutu i/ili društvenom ugovoru, stjecanje vlastitih dionica zatvorenog AIF-a radi njihova povlačenja, ako je zatvoreni AIF osnovan na određeno vrijeme, o produljenju trajanja zatvorenog AIF-a u odnosu na razdoblje navedeno u pravilima AIF-a i prospektu kada je to primjenjivo, statusne promjene zatvorenog AIF-a, otkaz ugovora o upravljanju s UAIF-om,<sup>841</sup> likvidaciji zatvorenog AIF-a i/ili suglasnosti na odluku nadzornog

---

<sup>837</sup> Članak 420. stavak 1. i 2. ZTD-a.

<sup>838</sup> U društvenom ugovoru moraju se unaprijed odrediti uvjeti, postupak te posljedice isključenja iz društva. Ako se u društvenom ugovoru samo odredi mogućnost isključenja, ali ne druga pitanja, društvo mora putem svoje uprave podnijeti konstitutivnu tužbu za isključenje člana iz društva. Vidi više: Jurić, Dionis, Isključenje člana iz društva s ograničenom odgovornošću, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 44, br. 1(2023), str. 269-290., str. 271-272.

<sup>839</sup> Članak 420. stavak 3. ZTD-a.

<sup>840</sup> Članak 105. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>841</sup> U inozemnoj poslovnoj praksi *Close end fondovi* koji imaju vanjskog upravitelja ne mogu otpustiti jednog člana uprave – upravitelja, niti zaposlenika. Ono što mogu napraviti jest da raskinu ugovor s upraviteljem. U praksi se to vrlo rijetko događa, jer je upravitelj osnovao fond i uobičajeno je i većinski ulagatelj. U konačnici ulagatelji biraju fond zbog upravitelja, njegove reputacije i prinosa koje ostvare u korist svojih ulagatelja. To može dovesti

odbora o prijenosu upravljanja zatvorenim AIF-om na drugi UAIF te izboru UAIF-a preuzimatelja. Zakonodavac je, vodeći računa o zaštiti ulagatelja, predvidio potencijalne sukobe interesa pri donošenju takvih odluka, te je stoga podigao regulatornu rampu na višu ljestvicu.

Razvidno je da je u zatvorenim AIF-ovima s pravnom osobnošću izražena kontrola ulagatelja prema upravitelju putem članskih prava. No, ipak je u fondovima mjera korištenja članskih prava omeđena temeljnim karakteristikama fonda. Naime, u d.o.o. je uprava društva vezana društvenim ugovorom, odlukama skupštine, pa čak i uputama članova društva. Članovi društva mogu davati obvezujuće upute upravi društva u pogledu vođenja poslova društva.<sup>842</sup> Ako bismo to primijenili na fondove tada bi i ulagatelji mogli davati obvezujuće upute upravitelju fonda (bilo unutarnjem ili vanjskom). No, mišljenje je autorice da to u slučaju fondova nije primjenjivo. S obzirom na definiciju AIF-a iz AIFMD-a te u skladu sa Smjernicama ESME, jedan je od kumulativnih uvjeta koji se uzimaju u obzir pri procjeni je li društvo AIF, taj da „imatelji udjela nemaju pravo svakodnevnog odlučivanja niti kontrole“, a pod čime se podrazumijeva neposredna i kontinuirana ovlast za upravljanje imovinom.<sup>843</sup> Ulagatelji AIF-a osnovanog u obliku d.o.o. ne bi smjeli davati obvezujuće upute upravitelju AIF-a, bilo unutarnjem, bilo vanjskom, već on mora zastupati AIF kao njegov povjerenik, neovisno „isključivo u najboljem interesu ulagatelja i AIF-a“, a u skladu sa ZAIF-om koji se primjenjuje kao *lex specialis* te investicijskim strategijama i politikama koje su izražene kroz osnivačke akte AIF-a, u ovom slučaju društvenog ugovora.<sup>844</sup>

Ustroj AIF-a kao zatvorenog s pravnom osobnošću, otvara i inače prisutne sukobe interesa u trgovačkim društvima, posebno onaj između većinskog i manjinskih članova društva. Sukob interesa može nastati i između ravnopravnih članova, kada se odlučuje o nekoj važnoj odluci pa može doći do blokade (engl. *Deadlock*). Dok se članovi ne usuglase, do tada neće moći donijeti niti jednu odluku. Stoga je vrlo važno unaprijed kroz osnivačke akte regulirati i

---

do velikih pravnih problema, a i mora se postići suglasnost svih. Vidi više: Morley, John, op. cit., bilj. br. 548. U takvoj situaciji u RH za tu odluku bi AIF treba dobiti suglasnost tri četvrtine glasova glavne skupštine / skupštine ulagatelja AIF-a te obavijestiti regulatora na temelju članka 106. stavak 4. ZAIF-a.

<sup>842</sup> Članak 422. stavak 2. ZTD-a. Vidi više o odgovornosti članova uprave o d.o.o., u: Širola, Nikola, *Odgovornost članova društva s ograničenom odgovornošću za nedopušten zahvat u imovinu društva*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 61, br. 5(2011), str. 1687-1728. (12.11.2022.)

<sup>843</sup> Vidi više u poglavlju: 2.2.1.4. *Određenje AIF-a na razini Europske Unije*, str. 41. i dalje.

<sup>844</sup> U inozemnoj poslovnoj praksi PE/VC uspostavljaju tijela pod nazivom *advisory boards*, kroz koja ulagatelji u PE fondovima ne sudjeluju u upravljanju fondom na dnevnoj bazi, no ipak imaju pravo veza ako dođe do sukoba interesa. Morley, John, op. cit., bilj. br. 548., str. 1255.

prevenirati ovakve situacije.<sup>845</sup> Ulagatelji zatvorenih AIF-ova s pravnom osobnošću mogu utjecati putem svojih glasova isključivo na odluke koje su članovima ostavljene u nadležnost.<sup>846</sup>

S obzirom na često isticane kritike UAIF-a da im pravni oblik d.o.o. ne daje dovoljno slobode u ugovaranju te formalnim ograničenjima koja propisuje zakon pri prodaji ili prijenosu udjela, slijedeći komparativne primjere iz drugih država članica EU-a,<sup>847</sup> zakonodavac je izmjenom ZAIF-a iz 2021. dopustio osnivanje zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću u obliku komanditnog društva.<sup>848</sup> Time je otvorio put neiscrpnim mogućnostima dogovora između članova društva, komplementara i komanditora, određivši jedino način odgovornosti svakog od članova – komplementara koji odgovara neograničeno i solidarno za obveze AIF-a te komanditora koji odgovara samo do visine imovine uložene u AIF. Budući da i kod AIF-a osnovanog u obliku k.d. članovi društva uređuju međusobno odnose putem društvenog ugovora, ZAIF određuje obvezatan sadržaj društvenog ugovora te izričito obvezu uređenja načina donošenja odluka koje su u nadležnosti glavne skupštine društva<sup>849</sup> (a odluka se smatra donesenom za AIF ustrojen u obliku d.d. ili d.o.o. s tri četvrtine glasova temeljnoga kapitala zastupljenog na skupštini), no ne propisujući s kojim postotkom glasova i kojih članova (komplementara ili komanditora) su ih članovi AIF-a ustrojenog u obliku k.d. dužni usvojiti (čl. 106.a st. 1. ZAIF-a). I ovdje je zakonodavac vodio računa o zaštiti ulagatelja određivši da AIF koji je osnovan u obliku k.d. mora unaprijed, transparentno, u samom društvenom ugovoru predvidjeti način donošenja odluka u nadležnosti skupštine društva te način sklapanja ugovora o upravljanju s AIF-om kojim upravlja vanjski upravitelj uključujući i način zastupanja pri sklapanju takvog ugovora. No., sam način uređenja tih odnosa je prepušten volji članova društva – ulagatelja u AIF.<sup>850</sup> Pritom je važno istaknuti da vanjski UAIF ili osoba koja je s njim usko povezana ne može ostvariti pravo glasa kao komanditori u AIF-u s pravnom osobnošću kojim upravlja taj UAIF, kada je riječ o pitanjima koja su od interesa za taj UAIF ili s njim usko

---

<sup>845</sup> Čulinović-Herc, Edita, Rumora Marinac, Sonja, Braut Filipović, Mihaela, Pravno uređenje odnosa članova u zatvorenim (closely held) društvima na primjeru hrvatskog društva s ograničenom odgovornošću, op. cit., bilj. br. 828., str. 62.

<sup>846</sup> Wegman, Hanna Elizabeth, op. cit., bilj. br. 596., str. 274.

<sup>847</sup> ZAIF je uveo osnivanje AIF-a u obliku k.d., gdje je udjele moguće prenijeti uz suglasnost komanditora i komplementara, dok je prava prenosivost moguća kod komanditnog društva osnovanih u obliku d.d., u kojem je društvu dionice moguće slobodno prodati. Vidi više u poglavlju: 3.1.4. Odabir pravnog oblika za alternativni investicijski fond, str. 103. i dalje.

<sup>848</sup> Vidi više o komanditnom društvu, str. 66-67.

<sup>849</sup> Članak 106.a povezan s člankom 105. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>850</sup> Članak 106.a ZAIF-a.

povezanu osobu.<sup>851</sup> Time je zakonodavac pomirio želju ulagatelja za autonomnim uređenjem međusobnih odnosa te osigurao pravnu osnovu regulatoru za nadzor.

U nastavku će se analizirati prava, obveze i odgovornosti vanjskih upravitelja zatvorenih AIF-a s pravnom osobnošću kada preuzimaju funkciju uprave društva u zatvorenim AIF-ovima s pravnom osobnošću. Bitno je za napomenuti da u skladu s izvještajem HANFA-e,<sup>852</sup> u RH zatvoreni AIF osnovan u obliku d.d. ima vanjskog upravitelja.

#### 3.1.5.4.2. Zatvoreni alternativni investicijski fond s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj

Zatvorenim AIF-om s pravnom osobnošću može upravljati i vanjski i unutarnji upravitelj.<sup>853</sup> Za razliku od rješenja nekih drugih europskih zakonodavstava,<sup>854</sup> naš je zakonodavac propisao da kada zatvorenim AIF-om osnovanim u obliku d.d., d.o.o. ili k.d.<sup>855</sup> upravlja vanjski upravitelj on obnaša dvojaku dužnost – dužnost člana uprave UAIF-a (vanjski upravitelj) i dužnost člana uprave AIF-a. Kao prednosti ili mane takvog organizacijskog oblika ističe se da vjerovnici UAIF-a ne mogu teretiti niti naplatiti potraživanja iz imovine AIF-a, ulagatelji ne mogu ništa potraživati od dobiti UAIF-a te da ulagatelji nemaju kontrolu nad UAIF-om.<sup>856</sup> To se uvelike razlikuje u odnosu na ostala društva kapitala u pogledu unutarnje strukture organa upravljanja društva. Upravo zbog toga zakonodavac daje i specifična prava i odgovornosti vanjskom upravitelju, ali i nadzornom odboru (u daljnjem tekstu: NO) AIF-a i UAIF-a kao organu društva. Zakonodavac izražava i zahtjev za višim stupnjem stručnosti članova uprave i NO UAIF-a, ali pojačava i njihovu odgovornost, a dodatno i proširuje ovlasti skupštine AIF-a. U nastavku ćemo analizirati prava, dužnosti i odgovornosti vanjskog upravitelja, članova NO-a te skupštine zatvorenih AIF-ova s vanjskim upraviteljem.

Kada zatvoreni AIF ima vanjski UAIF, UAIF upravlja i raspolaže imovinom zatvorenog AIF-a i ostvaruje sva prava u ime i za račun AIF-a, u skladu s odredbama zakona i pravila AIF-a,

---

<sup>851</sup> Članak 106.a stavak 2. ZAIF-a.

<sup>852</sup> Podatak preuzet s mrežne stranice HANFA-e: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/?page=2> (5.11.2021.).

<sup>853</sup> AIFMD definira UAIF-a kao pravnu osobu čije je redovita djelatnost upravljanje jednim ili više portfelja (članak 4.1.b. AIFMD-a).

<sup>854</sup> Tako primjerice Njemačke ili Luksemburga, vidi više: Derenčinović Ruk, Morana, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds?, op. cit., bilj. br. 205., str. 167-175.

<sup>855</sup> Članak 100. ZAIF-a.

<sup>856</sup> Takva organizacijska struktura koja ograničava pravo kontrole ulagatelja nad upraviteljima (nema utjecaja na donošenje odluka o upravljanju imovinom), dok s druge strane ograničava odgovornost za postupke upravitelja (ulagatelji AIF-a ne odgovaraju za postupke UAIF-a) „paradoksalno koristi ulagateljima isto koliko im i šteti“, Morley, John, op. cit., bilj. br. 548., str. 1233.

odnosno prospekta.<sup>857</sup> Odnos između vanjskog upravitelja i AIF-a regulira se ugovorom o upravljanju, kojim se UAIF obvezuje upravljati zatvorenim AIF-om u skladu sa zakonom i podzakonskim aktima te pravilima AIF-a, statutom i društvenim ugovorom.<sup>858</sup> AIF se ugovorom obvezuje plaćati naknadu UAIF-u za upravljanje te podmirivati i druge troškove<sup>859</sup> u visini i rokovima određenim pravilima zatvorenog AIF-a.<sup>860</sup> Vanjski UAIF,<sup>861</sup> odnosno njegova uprava obnaša i funkciju uprave zatvorenog AIF-a, jer zatvoreni AIF nema upravu kao zaseban organ društva.

Kao što je ranije istaknuto, fondove prati specifična organizacijska struktura. Kada se sagleda AIF koji je ustrojen u obliku koji predstavlja društvo kapitala – d.d. ili d.o.o., u kojima ulagatelji odgovaraju do visine uplaćenih uloga ili dionica, on nema zaposlenika i prema shvaćanju EU regulatora nema opću komercijalnu niti industrijsku svrhu,<sup>862</sup> on je *poll imovine* koju povjerenik / upravitelj na temelju ugovora ulaže u neku imovinu da bi ostvario prinos. Ulagatelji ulažu u takva društva<sup>863</sup> – fondove u cilju diverzifikacije rizika i ostvarivanja većeg prinosa na uložena sredstva, a pritom čak niti ne sudjeluju u njegovu operacionalizaciju kako bi postigli cilj,<sup>864</sup> već su to povjerali povjereniku – UAIF-u. Stoga se postavlja pitanje zašto bi fondovi

---

<sup>857</sup> Članak 97. stavak 3. ZAIF-a.

<sup>858</sup> Uobičajeno je u poslovnoj praksi da se u ugovor o upravljanju unosi odredba da AIF ne može mijenjati upravu UAIF-a ili njegove zaposlenike. Morley, John, op. cit., bilj. br. 548., str. 1239.

<sup>859</sup> U zakonodavstvu Republike Slovenije nalazimo isti takav način uređenja pravnog odnosa između UAIF-a i AIF-a (članak 422.-423. ZISDU-3).

<sup>860</sup> UAIF je dužan o svakoj promjeni ugovora obavijestiti HANFA-u (članak 106. stavak 4. ZAIF-a). Obje su strane ovlaštene otkazati ugovor o upravljanju s otkaznim rokom od tri do šest mjeseci, a zatvoreni AIF je dužan istekom otkaznog roka prenijeti upravljanje na novi UAIF. Sankcija propisana ZAIF-om za nepostupanje po tome jest likvidacija AIF-a (članak 107 ZAIF-a).

<sup>861</sup> Članak 100. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>862</sup> Opća komercijalna svrha podrazumijeva aktivnosti kupnje/prodaje dobara ili pružanje nefinancijskih usluga, a industrijska svrha su industrijske aktivnosti, proizvodnja roba ili izgradnja objekata (ESMA/2013/611).

<sup>863</sup> Naime, da bi neka zajednica bila „društvo“, hrvatska literatura definira da je potrebno ispuniti kumulativno tri pretpostavke: da se radi o udruženju osoba kao pravne zajednice, da se osnivanje zajednice temelji na pravnom poslu te da je ta zajednica umjerena prema zajedničkom cilju. Zajednički je cilj konstitutivni element društva, bez njega nema ni društva. Kada se ostvaruje cilj samo jednog od članova društva, u tom slučaju govorimo o tzv. *societas leonina*. Barbić, Jakša, Pravo društava, knjiga prva – Opći dio, 3. izmijenjeno izd., Zagreb, Organizator, 2008., str. 147.

<sup>864</sup> Postoje mišljenja kako su ulagatelji u fond sličniji kupcima proizvoda ili usluga nego ulagateljima u trgovačka društva. Kupci proizvoda mogu „izaći“ na način da više ne kupuju proizvode ili usluge kao što je to slučaj i s ulagateljima fonda. Ako ulagatelji više ne žele sudjelovati u ulaganju povući će svoje ulaganje i izaći iz ulaganja. Način na koji proizvođači proizvoda ili usluga multipliciraju svoje proizvode vrlo je sličan načinu na koji upravitelji fondova kako bi postigli ekonomiju razmjera u isto vrijeme upravljaju s više fondova. Takvi ulagatelji po svojim pravima i odgovornostima bliži su kupcima proizvoda nego ulagateljima koji ne mogu utjecati na operativno vođenje društva, jer su to prepustili ugovorom o upravljanju temeljenom na povjereničkom odnosu i povjerenom nalogu UAIF-u. Iako se takva teza čini možda više primjerna za otvorene fondove gdje ulagatelji svoja prava nadomještaju mogućnošću svakodobnog otkupa svojih udjela što nije moguće u zatvorenim fondovima ustrojenim u obliku d.d. ili d.o.o. Vidi više: Morley, John, op. cit., bilj. br. 548. str. 1232-1233. Vidi i: Fisch, Jille., Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries, (2010), Faculty Scholarship at Penn Law., br. 306., str. 1962-2040., str. 2028., dostupno na:

uopće odabrali takvu strukturu. Ako se vratimo početnoj svrsi AIF-a, a to je ulaganje putem diverzifikacije rizika, smanjenje transakcijskih troškova, s obzirom na to da je riječ o kolektivnom upravljanju te pritom uzimajući u obzir i ekonomiju razmjera<sup>865</sup> te jačanje tržišne snage AIF-a zbog veličine, što neizbježno dovodi i do značajnog utjecaja na tržištu, onda se takav ustroj može nametnuti kao logičan radi umanjenja rizika. No, da bi ulagatelji posegli za takvim načinom ustroja oni moraju za posljedicu imati i druga rješenja koja prate takvu organizacijsku strukturu, kao porezna rasterećenja<sup>866</sup> i sl. S druge strane, takva odvojenost funkcije poola imovine i organa upravljanja utjelovljenog u drugoj pravnoj osobi slijedi ideju AIF-a da imatelji udjela nemaju pravo svakodnevnog odlučivanja ili kontrole.<sup>867</sup> Sve su to razlozi zbog kojih autorica smatra da je jedna uprava koja objedinjuje funkciju uprave UAIF-a i AIF-a dostatna kako bi se odvijalo normalno poslovanje, a s druge strane nadzor nad vanjskim upraviteljem obavlja NO UAIF-a te time štiti i interese ulagatelja, a ulagatelji i kroz skupštinu mogu iskazati svoj glas, dok kod fondova ustrojenih u obliku d.o.o. svoj glas mogu iskazati i putem savjetodavnih odbora.

Naime, u zakonodavstvima gdje postoje dvije uprave, jedna na razini fonda koji je pravna osoba, a druga na razini upravitelja fonda<sup>868</sup> uvijek se postavlja pitanje podjele obveza i odgovornosti tako ustrojenih organa te kako se koja od tih „uprava“ mora ponašati prema portfeljnom društvu u koje ulaže – kao lojalni dioničar / udioničar ili kao povjerenik

---

[https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=1305&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=1305&context=faculty_scholarship) (4.2.2021.). Autor ističe kako bi regulator trebao ulagatelje tretirati kao kupce proizvoda, a njihove upravitelje kao proizvođače proizvoda. Vidi i: Johnson, Lyman P. Q., Protecting mutual fund investors; an inevitable electricism, u: Birdthistle, W. A., Morley, J. (eds.), op. cit. 721., str. 141-163., str. 143-144.<sup>865</sup> Vidi bilj. 481.

<sup>866</sup> Ministarstvo financija RH izdalo je Mišljenje o poreznom tretmanu zatvorenih AIF-ova u kojem ističe da zatvoreni AIF-ovi osnovani kao pravne osobe osnovane u obliku d.d. ili d.o.o. su obveznici poreza na dobit, za razliku od otvorenih AIF-ova koji su osnovani kao zasebna imovina, bez pravne osobnosti i čiji se udjeli na zahtjev imatelja udjela, otkupljuju, izravno ili neizravno, iz imovine otvorenog investicijskog fonda, a koji su osnovani i posluju u skladu sa zakonom te nisu obveznici poreza na dobit (Ministarstvo financija RH, br. klase: 410-01/15-01/2792, ur. br.: 513-07-21-01/16-2, Zagreb, 04.01.2016. dostupno na: [https://www.porezna-uprava.hr/HR\\_publicacije/Lists/mislenje33/Display.aspx?id=19374](https://www.porezna-uprava.hr/HR_publicacije/Lists/mislenje33/Display.aspx?id=19374) (15.3.2023.).

<sup>867</sup> Neposredna i kontinuirana ovlast za donošenje odluka o upravljanju imovinom - ESMA/2012/117.

<sup>868</sup> U Njemačkoj Investment-AG može imati vanjskog upravitelja, tzv. *Kapitalanlagegesellschaft*, koji ne zamjenjuje upravu Investment-AG, ali i dalje ostaje uprava društva kao organ upravljanja Investment-AG, kao i obveza uspostavljanja NO sa svojom tradicionalnom ulogom nadzora. U Luksemburgu SIVAC isto ima vanjskog upravitelja, ali i dalje mu ostaje uprava društva kao organ, s tim da uprava može delegirati neke dnevne operativne poslove, ali ne može prenositi ovlaštenja. Vidi više, Kremer, Claude, Lebbe, Isabelle, Organismes De Placement Collectif et Véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois, Bruxelles, Larcier, 2007., str. 227., Köndgen, J., Schmies, C., § 113. Investmentgeschäft, u: Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (eds.), Bankrechts-Handbuch, München, C.H.Beck. 2017., str. 224., Derenčinović Ruk, Morana, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds?, op. cit., bilj. br. 205., str. 167-175.



ulagatelja.<sup>869</sup> Nadalje, postavlja se i pitanje što takva uprava zatvorenog AIF-a u obliku d.d. ili d.o.o. koji ima vanjskog upravitelja radi operativno, osobito kada znamo da AIF nema opću komercijalnu svrhu,<sup>870</sup> a niti zaposlenika, osim što se generiraju troškovi za ulagatelja? Koja su njezina zaduženja? U svjetlu jednostavnih AIF-ova osnovanih u obliku d.o.o. s malim brojem članova društva – ulagatelja, kada uprava UAIF-a čini i upravu AIF-a, to je prema mišljenju autorice dobro rješenje, koje prvenstveno opravdavaju razlozi ekonomičnosti. No, kada govorimo o AIF-ovima koji su osnovani kao d.d., a osobito d.d. s varijabilnim kapitalom, uloga uprave društva svakako jača, no jača i mogućnost pojave sukoba interesa, oa bi tada dvije uprave mogle biti bolje rješenje.

U RH, u slučaju vanjskog upravitelja AIF-a, ne postoje dvije uprave, već uprava UAIF-a<sup>871</sup> čini i upravu AIF-a. Članom uprave može biti imenovana samo osoba koja je dobila odobrenje od HANFA-e za obavljanje funkcije člana uprave.<sup>872</sup> HANFA je ovlaštena to odobrenje i povući u slučajevima predviđenim ZAIF-om.<sup>873</sup> Uprava mora raspolagati stručnim znanjima, sposobnostima i iskustvom potrebnim za samostalno i neovisno vođenje poslova UAIF-a, a posebno u odnosu na značajne rizike UAIF-a.<sup>874</sup> ZAIF dodatno propisuje ograničenja članova uprave UAIF-a,<sup>875</sup> radi izbjegavanja potencijalnog sukoba interesa, stoga članovi uprave UAIF-a ne mogu biti članovi uprave, odnosno prokuristi drugoga trgovačkog društva, osim društva koje će zajedno s AIF-om s privatnom ponudom biti suulagatelj u imovinu u koju AIF ulaže.<sup>876</sup> Takvo se rješenje naizgled čini logičnim jer UAIF želi imati kontrolu nad svojim ulaganjem, no uvijek se postavlja pitanje sukoba interesa. Budući da UAIF mora postupati isključivo u interesu ulagatelja AIF-a i samog AIF-a, a s druge strane je UAIF i predstavnik člana društva u

---

<sup>869</sup> Johnson, Lyman P.O., Protecting mutual fund investors: an inevitable eclecticism, u: Birdthistle, W. A., Morley, J. (ed.), op. cit., str. 721., str. 151.; Krug, Anita, op. cit., str. 779., str. 263-269. U državama članicama EU-a, UAIF mora djelovati isključivo u interesu ulagatelja i AIF-a kojim upravlja. Vidi više: Zetzsche, Dirk A., Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzes, Die Aktiengesellschaft, br. 17(2013), str. 613-630., str. 615. Vidi i: Gruhn, Alice M., Die deutsche Investmentaktiengesellschaft – Ein Investmentfondsprodukt im Mantel einer Aktiengesellschaft, Berlin, Logos-Verl., 2011., str. 35.

<sup>870</sup> Vidi bilj. br. 862.

<sup>871</sup> Članak 41. ZAIF. Uprava UAIF-a sastoji se od najmanje dva člana koji vode poslove i zastupaju UAIF skupno, osim ako nije osnivačkim aktima drukčije određeno, odnosno ako UAIF ima upravni odbor on mora imenovati najmanje dva izvršna direktora. Iznimka je za upravitelja malog UAIF-a (članak 16. stavak 4. točka 5. ZAIF-a), koji može imati i jednočlanu upravu te član uprave smije biti član uprave ili prokurist drugoga trgovačkog društva, osim ograničenja iz članka 43. ZAIF-a.

<sup>872</sup> Članak 45. ZAIF-a.

<sup>873</sup> Članak 48. ZAIF-a.

<sup>874</sup> Uvjete koji su potrebni za obavljanje funkcije člana uprave UAIF-a propisuje ZAIF (članak 42. ZAIF-a), dok kriterije za procjenu uvjeta propisuje HANFA svojim Pravilnikom o kriterijima za procjenu uvjeta za članstvo u upravi i nadzornom odboru UAIF-a te u nadzornom odboru zatvorenog AIF-a s vanjskim upraviteljem.

<sup>875</sup> Članak 43. ZAIF-a.

<sup>876</sup> Članak 42. točka 9. ZAIF-a. Vidi više u poglavlju: 3.2.4.1. Razlikovnost dužne pozornosti uprave upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva, str. 191. i dalje.

portfeljnom društvu, njegovi će interesi u jednom trenutku biti neminovno suprotstavljeni. Autorica smatra da član uprave UAIF-a ne može biti neovisan u donošenju odluka kada je član uprave UAIF-a ujedno i član uprave portfeljnog društva.

U zatvorenom AIF-u s pravnom osobnošću s vanjskim upraviteljem, UAIF vodi poslove zatvorenog AIF-a i zastupa ga u svim pitanjima, osim u onima u kojima je za zastupanje ovlašten NO zatvorenog AIF-a.<sup>877</sup> To znači da su uprava AIF-a i UAIF-a iste,<sup>878</sup> što članove uprave može dovesti u nezavidan položaj ili mogući potencijalni sukob interesa kada se razlikuju interesi AIF-a i UAIF-a.<sup>879</sup> To se može dogoditi u svakodnevnom operativnom vođenju poslova društva, vezano uz pitanje naknada – povećanja / smanjenja naknada za upravljanje i sl.

Kako bi se to izbjeglo ZAIF kao *lex specialis* uvodi dodatna ovlaštenja NO-a<sup>880</sup> zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski UAIF.<sup>881</sup> Stoga će se u nastavku rada analizirati ustroj i nadležnosti NO AIF-a, te postoji li u tim zakonskim rješenjima potencijalni sukob interesa.

Svi članovi NO-a zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću<sup>882</sup> kojim upravlja vanjski UAIF isključivo zajednički zastupaju zatvoreni AIF prema UAIF-u. Nadalje, ZAIF proširuje ovlaštenja NO AIF-a određena ZTD-om te propisuje određene odluke za koje se od NO-a traži

---

<sup>877</sup> Članak 100. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>878</sup> Vidi: Breza d.d. zatvoreni AIF s javnom ponudom za ulaganje u neuvrštene vrijednosne papire, dostupno na: [https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28\\_SBT\\_MBS:070003693](https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28_SBT_MBS:070003693) (26.6.2023.) a kojim upravlja Global invest d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima, dostupno na: [https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28\\_SBT\\_MBS:070063364](https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28_SBT_MBS:070063364) (26.6.2023.). Na ovom primjeru vidimo da su članovi uprave AIF-a i UAIF-a iste osobe, te kao osobe zastupaju jedno i drugo društvo, no postavlja se pitanje je li takav način upisa pravilan? Naime autorica smatra da bi kod AIF-a trebalo kao članove uprave navesti UAIF, pa podredno članove uprave UAIF-a kako bi se to moglo povezati. To osobito zbog toga jer AIF nije ovlašten mijenjati pojedinog člana uprave UAIF-a, već jedino može raskinuti ugovor o upravljanju AIF-om i tada promijeniti cijeli UAIF, a time i kompletnu upravu AIF-a i UAIF-a. Takve primjere vidimo i u praksi SAD-a. Vidi više: Morley, John, op. cit., bilj. br. 548., str. 1232.

<sup>879</sup> To su situacije u *self-dealing transactions* ili pri donošenju odluka o naknadama direktora (engl. *executive compensations*) te pri prisvajanju koristi od poslovanja društva za osobne potrebe direktora (engl. *corporate opportunity*). Mishkin, Frederic S., Eakins G., op. cit., bilj. br. 747., str. 501.

<sup>880</sup> Regulator - HANFA, Pravilnikom o kriterijima za procjenu uvjeta za članstvo u upravi i nadzornom odboru UAIF-a te u NO-u zatvorenog AIF-a s vanjskim upraviteljem detaljnije propisuje kriterije za procjenu uvjeta kojima članovi NO-a zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću moraju udovoljavati. Vidi i: Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, Neovisnost i nagrađivanje članova nadzornih odbora i neizvršnih direktora, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, god. 48, br. 1(2011), str. 33-56.

<sup>881</sup> Članak 102. ZAIF-a, određuje uvjete i broj članova NO-a.

<sup>882</sup> Članovi NO-a zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski UAIF imenuju se na razdoblje od najviše četiri godine, mogu biti ponovno imenovani. Minimalni broj članova NO-a propisan je za AIF osnovan u obliku d.d. te mora imati najmanje pet članova ako se udjeli AIF-a nude javnom ponudom, a tri ako se udjeli nude privatnom ponudom. HANFA pravilnikom detaljnije propisuje kriterije za procjenu uvjeta kojima članovi NO-a zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski UAIF moraju udovoljavati (članak 102. ZAIF-a).

suglasnost ili nadzor.<sup>883</sup> U cilju izbjegavanja potencijalnih sukoba interesa, Pravilnikom<sup>884</sup> je propisano da članovi NO-a zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću, osim stručnosti i iskustva iz područja upravljanja imovinom u koju će se ulagati imovina AIF-a u skladu s investicijskom strategijom toga AIF-a, a pod uvjetom da se udjeli toga fonda nude javnom ponudom, trebaju biti sastavljeni većinom od neovisnih članova koji nisu u poslovnim, obiteljskim i drugim vezama s UAIF-om, većinskim dioničarem ili grupom većinskih dioničara ili članovima uprave UAIF-a ili većinskog dioničara. Kada je riječ o članovima NO AIF-ova koji se nude privatnom ponudom takvih ograničenja nema. To je razmjerno rješenje, jer ulagatelji žele imati kontrolu nad svojim ulaganjima, a budući da je riječ o profesionalnim ulagateljima, oni imaju i potrebnu stručnost. Članovi NO-a, u cilju sprječavanja sukoba interesa, za svoj rad nisu ovlašteni primati nagradu od izdavatelja financijskih instrumenata u koje zatvoreni AIF ulaže svoja sredstva, osim primanja koja im pripadaju na temelju ugovora o radu.<sup>885</sup> No, ZAIF propisuje samo obvezu zatvorenog AIF-a osnovanog u obliku d.d. o minimalnom broju članova NO-a.<sup>886</sup> It toga proizlazi da zatvoreni AIF osnovan u obliku d.o.o. ne bi imao obvezu uspostavljanja funkcije članova NO-a, već će njihove ovlasti koje im pripadaju prema ZTD-u preuzeti skupštinu društva, odnosno svi ulagatelji.<sup>887</sup> Zakonodavac je u ovoj situaciji prepoznao potencijalni sukob interesa te ga je nastojao prevenirati na dva načina. Prvo, povećavajući obvezne nadležnosti glavne skupštine društva zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću, tako da je člankom 105. stavak 1. ZAIF-a propisao dodatne nadležnosti u odlučivanju glavne skupštine, kao povećanje godišnje naknade UAIF-u iznad iznosa navedenog u važećem prospektu i/ili pravilima zatvorenog AIF-a i sl. Na taj je način, spustivši odlučivanje u najosjetljivijim pitanjima na najdemokratskiju razinu, odnosno na razinu svih dioničara / udjelničara fonda bitno suzio

---

<sup>883</sup> Članak 104. stavak 2. ZAIF-a: „1. davanje suglasnosti za sklapanje ugovora s osobama koje zatvorenom AIF-u pružaju usluge, 2. nadzor na izvršavanjem ugovora iz točke 1., pri čemu NO-a ima pravo raskinuti ugovor u slučaju trajnijeg neizvršavanja obveza te tada niti jedna naknada plativa slijedom takvog raskida ne smije prelaziti iznos tromjesečne nagrade predviđene raskinutim ugovorom, 3. sklapanje ugovora s vanjskim UAIF-om, 4. nadzor nad usklađenošću poslovanja s odredbama ovoga zakona, pravilima, prospektom kada je to primjenjivo, statutom, odnosno društvenim ugovorom te ciljevima i ograničenjima ulaganja zatvorenog AIF-a, davanja suglasnosti na odluku kojoj se glavnoj skupštini zatvorenog AIF-a predlaže odlučivanje u vezi s izdavanjem dionica zatvorenog AIF-a, odnosno skupštini zatvorenog AIF-a predlaže odlučivanje u vezi s izdavanjem poslovnih udjela, 6. prijavljivanje HANFA-i svakoga propusta zatvorenog AIF-a i depozitara u pridržavanju zakona i mjerodavnih propisa, 7. utvrđivanje financijskih izvještaja zatvorenog AIF-a, prema prijedlogu UAIF-a, 8. donošenje odluke o prijenosu upravljanja zatvorenim AIF-om na drugi UAIF i izboru UAIF-a preuzimatelja i 9. obavljanje poslova vezanih uz prisilni prijenos upravljanja zatvorenog AIF-a na drugi UAIF“.

<sup>884</sup> Članak 15. Pravilnika o kriterijima za procjenu uvjeta z članstvo u upravi i nadzornom odboru UAIF-a.

<sup>885</sup> Članak 103. ZAIF-a.

<sup>886</sup> Članak 102. stavak 3. ZAIF-a.

<sup>887</sup> ZTD propisuje i za d.o.o., s tim da ako društvo nema ustrojen NO kao organ društva, suglasnost za sudjelovanje u odlučivanju ili sklapanju pravnog posla (člana uprave u dvojakoj funkciji) daju članovi društva (članak 429. stavak 2. ZTD-a).

prostor za sukob interesa. Time je ujedno i omogućio udjelničarima / dioničarima da aktivno sudjeluju u odlučivanju o odlukama koje se neposredno tiču njihova ekonomskog interesa. Drugo, zakonodavac je predvidio određene iznimke te nije predao ovlast za donošenje odluke skupštini, već je obveze NO-a prebacio na upravu društva, npr. u slučaju sklapanja ugovora o upravljanju AIF-om s vanjskim upraviteljem ZAIF predviđa da AIF zastupaju zajednički svi članovi NO. No, ako AIF osnovan u obliku d.o.o. nema ustrojen NO, njegovu funkciju preuzimaju članovi uprave AIF-a (što znači da funkciju preuzimaju članovi uprave UAIF-a, odnosno UAIF sklapa ugovor sam sa sobom).<sup>888</sup> Takvu iznimku ZAIF nije predvidio kod k.d., već je obvezao članove društva da društvenim ugovorom unaprijed posebno uredi način sklapanja ugovora o upravljanju, uključujući i način zastupanja pri sklapanju ugovora o upravljanju.<sup>889</sup> Uz jedno ograničenje, naime vanjski UAIF ili osobe koja su s njime usko povezane ne mogu ostvariti pravo glasa kao komanditori u AIF-u s pravnom osobnošću kojim upravlja taj UAIF, kada je riječ o pitanjima koja su od interesa za UAIF ili s njim usko povezanu osobu.<sup>890</sup> Takvo je ograničenje proizašlo iz odredbe ZTD-a kojom je određeno da komanditnim društvom upravljaju komplementari, dok komanditori nisu ovlašteni upravljati poslovima društva, a ne mogu se niti usprotiviti odlukama ni postupcima komplementara, osim onima koji se poduzimaju izvan granica redovnog poslovanja društva.<sup>891</sup>

Važno je istaknuti da katkada i NO UAIF-a preuzima funkciju NO AIF-a s pravnom osobnošću kojim taj UAIF upravlja.<sup>892</sup> Takva je iznimka, ako je AIF osnovan u obliku d.o.o. ne bi imao ustrojen NO (no takva iznimka nije predviđena za k.d.), onda bi NO UAIF-a na temelju članka 51. stavak 4. ZAIF-a morao odlučiti o davanju suglasnosti na godišnje i druge financijske izvještaje UAIF-a i AIF-a koji nema NO, te o njima pisanim putem izvijestiti glavnu skupštinu ili skupštinu UAIF-a.

Iz navedenih je odredbi vidljivo zašto zakonodavac traži visoku razinu stručnosti od članova NO-a, s obzirom da preuzimaju veliku odgovornost. No, s druge strane ako NO UAIF-a daje suglasnost na izvješća AIF-a koji nema NO, tu suglasnost mora pisano dostaviti skupštini AIF-a te time transparentno upozna sve članove AIF-a sa svojom odlukom. Zakonodavac je

---

<sup>888</sup> Članak 106. stavak 2.b ZAIF-a.

<sup>889</sup> Članak 106.a stavak 3. ZAIF-a.

<sup>890</sup> Članak 106. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>891</sup> Članak 136. ZTD-a.

<sup>892</sup> Članak 51. ZAIF-a, u slučaju davanja suglasnosti na godišnje i druge izvještaje, UAIF o njima mora pisanim putem izvijestiti glavnu skupštinu ili skupštinu AIF-a.

dodatno pooštrio odgovornost članova NO UAIF-a predviđevši da solidarno odgovaraju UAIF-u za štetu koja je nastala kao posljedica kršenja njihovih prava i dužnosti.<sup>893</sup>

Razvidno je da je zakonodavac predvidio u iznimnim slučajevima i da NO UAIF-a preuzme funkciju NO AIF-a (pod uvjetom da UAIF ima NO),<sup>894</sup> te je time NO-u UAIF-a zakonodavac povjerio da dodatno brine i o interesima ulagatelja AIF-a. Pritom se i NO UAIF-a pojavljuje u dvostrukoj funkciji, nadgleda upravu UAIF-a, a istodobno zastupa i štiti interese ulagatelja AIF-a i samog AIF-a kroz nadzor. Članovi NO-a će svojom stručnošću kompenzirati sukob interesa koji bi mogao eventualno proisteći iz te dvostruke funkcije. Naime, interesi AIF-a i UAIF-a u postizanju konačnog cilja su istovjetni, postizanje što većeg prinosa na uloženo, dok je za pitanje ugovaranja naknade za upravljanje fondom (engl. carries interest) UAIF-a zakon unaprijed propisao postupak. No, zakonodavac je za članove NO-a vanjskog upravitelja predvidio stroge uvjete koje moraju ispuniti da bi mogli postati članovi NO-a, ali i odgovornost. Član NO UAIF-a mora imati dobar ugled, odgovarajuće stručno znanje, sposobnost i iskustvo za nadziranje vođenja poslova UAIF-a te mora moći posvetiti dostatno vremena ispunjavanju obveza iz svoje nadležnosti.<sup>895</sup> HANFA može naložiti i njihov opoziv u slučajevima predviđenim zakonom.<sup>896</sup> Zakonodavac je i znatno proširio ovlasti<sup>897</sup> NO-u UAIF-a, dužnosti i odgovornosti,<sup>898</sup> uz eksplicitno izraženu solidarnu odgovornost NO UAIF-u za štetu, koja je nastala kao posljedica kršenja njihovih obveza i dužnosti, osim ako dokažu da su pri izvršavanju svojih obveza i dužnosti postupali pažnjom dobrog stručnjaka.<sup>899</sup> Ovime je zakonodavac propisao isti stupanj odgovornosti i za članove NO-a i za članove uprave UAIF-a. Svaki od članova tih organa društva može solidarno odgovarati UAIF-u za štetu koja je nastala kao posljedica njihova činjenja, nečinjenja i propuštanja ispunjavanja njihovih obveza i dužnosti, osim ako dokažu da su pri izvršavanju svojih obveza i dužnosti postupali s pažnjom dobrog stručnjaka.<sup>900</sup> Stoga, kada se vanjski UAIF pojavljuje u ulozi uprave AIF-a osnovanog s

---

<sup>893</sup> Članak 51. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>894</sup> Člankom 40. stavak 2. ZAF-a određeno je da UAIF koji je osnovan u obliku d.o.o. i upravlja AIF-ovima koji se nude isključivo profesionalnim ulagateljima ne mora imati nadzorni odbor.

<sup>895</sup> Članak 49. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>896</sup> Članak 40. stavak 4. ZAIF-a, a detaljnije uvjete koje moraju ispuniti Pravilnikom o kriterijima za procjenu uvjeta za članstvo u upravi i nadzornom odboru UAIF-a.

<sup>897</sup> Članak 50. ZAIF-a.

<sup>898</sup> Članak 51. ZAIF-a.

<sup>899</sup> Članak 51. stavak 2. ZAIF-a.

<sup>900</sup> Članak 44. ZAIF-a i članak 94. stavak 1. i 2. ZAIFA-a. UAIF odgovara ulagateljima za uredno i savjesno obavljanje poslova propisanih zakonom, pravilima, ili prospektom, te ako da ne obaviti, ili propusti obaviti u cijelosti, ili djelomično, ili nepropisno posao, ili dužnost, UAIF odgovara za štetu koja je nanesena imovini AIF-a, a koja je nastala kao posljedica propusta UAIF-a u obavljanju i izvršavanju njegovih dužnosti.

pravnom osobnošću, on bi tada odgovarao ne kao obična „uprava“ trgovačkog društva prema svojim dioničarima / udioničarima s pažnjom dobrog gospodarstvenika, već s „pažnjom dobrog stručnjaka“, čime je odgovornost upravitelja potencijalno veća od odgovornosti članova uprave.

Zaključno, zakonodavac se u RH opredijelio da zatvoreni AIF s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj i UAIF imaju istu upravu, a članovi uprave UAIF-a obnašaju i funkciju članova uprave AIF-a. Autorica je mišljenja da je to dobro rješenje s obzirom na to da AIF nema operativnih djelatnosti, već je AIF svojevrsan pool imovine koji je povjerio povjereniku – UAIF-u, da obavlja svoju osnovnu djelatnost upravljanja imovinom isključivo u interesu ulagatelja i AIF-a kojim upravlja, a na temelju ugovora o upravljanju. Članovi NO UAIF-a nadziru upravu UAIF-a, ali iznimno nadziru i upravu AIF-a (onu koja nema ustrojen NO). Time podredno dodatno štite i interese ulagatelja u AIF-ovima koji nemaju uspostavljen NO kao organ društva. Da bi to mogli obavljati kako se to od njih zahtijeva, neovisno i s pažnjom dobrog stručnjaka, članovi uprave UAIF-a i članovi NO UAIF-a moraju ispuniti određene zahtjeve vezane uz stručnost i nepristranost. Osim zahtjeva da svoju dužnost obavljaju s povećanom pažnjom – pažnjom dobrog stručnjaka, posljedica nečinjenja je i mogućnost svakodobne opozivosti od strane regulatora – HANFA-e u slučajevima predviđenim zakonom.

Radi prevencije potencijalnih sukoba interesa – zakonodavac ističe zahtjev za neovisnošću članova NO UAIF-a zatvorenog AIF-a kojim upravlja vanjski upravitelj, a udjeli se nude javnom ponudom,<sup>901</sup> jer se radi o malim ulagateljima s manje znanja te se traži jača zaštita neovisnih članova NO-a. Vrijedno je istaknuti da kada se AIF osniva u obliku d.d., on je obvezatan poštovati zahtjev za uspostavljanjem funkcije NO-a. Budući da tako ustrojeni AIF može pored djelatnosti prikupljanja novčanih sredstava privatnom ponudom, prikupljati i novčana sredstava javnom ponudom, a što automatski proširuje krug ulagatelja i na male ulagatelje, zakonodavac smatra da je zahtjev za pojačanom zaštitom ulagatelja neophodan i opravdan.<sup>902</sup> S druge strane, ustrojava li se AIF u pravnom obliku d.o.o., ali i k.d., on prikuplja novčana sredstava privatnom ponudom<sup>903</sup> od profesionalnih i kvalificiranih ulagatelja za koje se smatra da imaju više iskustva i znanja. U tom slučaju zakonodavac ne postavlja zahtjev za ustrojavanjem NO-a kao obveznog organa u korporativnoj strukturi društva takvih AIF-ova. Naime, zakonodavac smatra da su ti ulagatelji dostatno educirani brinuti o svojim interesima, a s kojim se stajalištem zakonodavca autorica slaže. Takvi AIF-ovi s druge strane u pravilima

---

<sup>901</sup> Članak 15. Pravilnika o kriterijima za procjenu uvjeta za članstvo u upravi i nadzornom odboru UAIF-a.

<sup>902</sup> Članak 98. stavak 3. ZAIF-a.

<sup>903</sup> Članak 99. stavak 3. ZAIF-a.

fonda predviđaju i ustrojavanje odbora<sup>904</sup> kojeg čine predstavnici ulagatelja, koji iako ne zamjenjuju funkciju NO-a u smislu kontrole uprave društva, ipak zastupaju interese ulagatelja prema UAIF-u.

No, ulagatelji uvijek mogu svoj glas dati i uobičajenim putem predviđenim za društva kapitala a to je glavna skupština / skupština društva, čije je nadležnosti zakonodavac u odnosu na odlučivanje o pitanjima važnim za ulagatelje i njihov ekonomski interes proširio. Stoga autorica smatra da su ulagateljima članska / manjinska prava dostatna kako bi mogli pravno artikulirati svoje interese. Sve to čini korporativnu strukturu još zamršenijom te je potrebno detaljno pravno urediti organizaciju kako bi se izbjegli sukobi interesa. No, pitanje je jesu li ulagatelji voljni baviti se time, s obzirom na njihov glavni cilj, a to je povrat uloženog kapitala kojega povjeravaju drugome na upravljanje. Zbog maloga broja zatvorenih AIF-ova s pravnom osobnošću ustrojenih u RH čini se da to nije slučaj.

#### 3.1.5.4.2.1. Razlikovnosti ugovora o upravljanju zatvorenim alternativnim investicijskim fondom s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj i poduzetničkog ugovora

Postavlja se pitanje pravne naravi ugovora o upravljanju zatvorenim AIF-om s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski UAIF, a koji pomalo odudara od toga povjereničkog odnosa. U nastavku će se rada ispitati može li se taj ugovor usporediti s poduzetničkim ugovorima? Ima li, kada zatvoreni AIF s pravnom osobnošću zaključi ugovor o upravljanju s UAIF-om, osnove govoriti o odnosu povezanih društava, posebice o društvu koncerna? Budući da govorimo o AIF-u kao poolu imovine kojim upravlja UAIF, pitanje je radi li se o pravno samostalnom društvu? Analizom prava društava pokušat će se dati odgovore na tako postavljena pitanja, te analizirati postupa li UAIF na temelju ugovora o upravljanju u odnosu na postupanje na temelju ugovora o ulaganju (kod AIF-ova bez pravne osobnosti) na istom načelu povjerenja te povjerenoga naloga?

Vanjski upravitelj ima u skladu sa ZAIF-om, obveze i ovlasti koje po ZTD-u ima uprava d.d., odnosno d.o.o. Razmatrajući na taj način ulogu vanjskog upravitelja naizgled bi ugovor o upravljanju zatvorenim AIF-om s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj mogao sličiti „ugovoru o vođenju poslova društva“. No, postoje i drugi elementi koji onemogućuju da se poduzetnički ugovor impostira kako je to predviđeno odredbama ZTD-a. U nastavku se iznose te razlike.

---

<sup>904</sup> Članak 2. stavak 2. Pravilnika o vrstama AIF-a.

Ugovor o vođenju poslova društva, kao vrsta poduzetničkog ugovora,<sup>905</sup> u skladu sa zakonskom definicijom,<sup>906</sup> je ugovor kojim društvo kapitala povjerava poslove vođenja društva drugom društvu. Statut društva koje je podvrglo vođenje svojih poslova drugom vladajućem društvu i time se učinilo ovisnim društvom i dalje ostaje nepromijenjen, ali se mijenjaju neka ovlaštenja, npr. uprave, a najvažnije je „da za vođenje poslova ovisnog društva nije presudan interes tog društva nego interes koncerna u cjelini.“<sup>907</sup> Odredbe poduzetničkih ugovora, potiskuju statutarne odredbe sve dok je poduzetnički ugovor na snazi. Ovdje se vidi snažno razlikovanje ugovora o upravljanju zatvorenim AIF-om od vanjskog UAIF-a od poduzetničkog ugovora. Naime, osnivačkim aktima i pravilima AIF-a određen je interes AIF-a, dok se ugovorom o upravljanju zatvorenim AIF-om od vanjskog UAIF-a daje nalog UAIF-u da postupi u skladu s osnivačkim aktom i pravilima AIF-a te uvijek preteže interes ulagatelja iskazan kroz te akte. UAIF je samo povjerenik, odnosno izvršitelj naloga ulagatelja<sup>908</sup> koji su se radi ostvarenja određenog cilja udružili u pravni oblik d.o.o. ili d.d. (u AIF). AIFMD navodi u preambuli,<sup>909</sup> kada je UAIF vanjska pravna osoba koja je odgovorna za upravljanje portfeljem, potrebno je predvidjeti primjenu minimalnih kapitalnih zahtjeva kako bi se osigurao kontinuitet i pravilnost upravljanja AIF-om te radi pokrića moguće izloženosti UAIF-a od profesionalne odgovornosti u vezi sa svim njegovim djelatnostima, uključujući upravljanje AIF-om na temelju povjerenog naloga. Ni u kom slučaju ne dolazi do toga da se mijenja interes AIF-a, odnosno da preteže neki drugi interes upravo zbog toga jer je interes UAIF-a istovjetan interesu AIF-a.

Za poduzetničke ugovore ključna je činjenica da ih mora odobriti skupština društva kvalificiranom većinom od tri četvrtine zastupljenih glasova na skupštini društva te da ih se

---

<sup>905</sup> U njemačkom pravnom krugu prevladava izraz organizacijski ugovor (*njem. Organisationsvertrage*). Vidi više: Miladin, Petar, Dije li Statut i poduzetnički ugovori zajedničku korporacijskopravnu prirodu i koliko je to bitno za praksu?, op. cit., bilj. br. 798., str. 681. U engleskom pravu je ugovor o vođenju društva (engl. *control contract*) ugovor u pisanom obliku na temelju kojeg je vladajuće društvo ovlašteno davati upute ovisnom društvu u odnosu na financiranje i poslovanje ovisnog društva. Vidi više: Jurić, Dionis, Transparentnost statusnih i financijskih odnosa povezanih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 27., br. 2(2006), str. 939-984., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/25248> (16.5.2020.).

<sup>906</sup> Članak 479. ZTD-a: „(1) Ugovor kojim društvo kapitala podvrgava vođenje posla drugom društvu jest ugovor o vođenju poslova društva. Ugovor kojim se takvo društvo obvezuje drugom društvu da će mu prenijeti cijelu svoju dobit jest ugovor o prijenosu dobiti. Ugovorom o prijenosu cijele dobiti smatra se i ugovor kojim se društvo kapitala obvezuje da će svoje poduzeće voditi za račun drugog društva (ugovor o vođenju vlastitog poduzeća). (2) Postave li se društva koja nisu međusobno ovisna, ugovorom pod jedinstvenu upravu, a da time jedno od njih postane ovisno o drugoj strani, takav ugovor nije ugovor o vođenju poslova društva“.

<sup>907</sup> Miladin, Petar, Dije li Statut i poduzetnički ugovori zajedničku korporacijskopravnu prirodu i koliko je to bitno za praksu?, op. cit., bilj. br. 798., str. 681.

<sup>908</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.5. Pravna narav odnosa između ulagatelja i upravitelja alternativnog investicijskog fonda, str. 112. i dalje.

<sup>909</sup> Preambula AIFMD-a, točka 23.



mora upisati u sudski registar,<sup>910</sup> jer je upis u sudski registar konstitutivne naravi, odnosno to je dan kada ugovor stupa na snagu. Takva obveza ne postoji u skladu sa ZAIF-om vezano za ugovor o upravljanju zatvorenim AIF-om s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski UAIF, već je zaključivanje ugovora u nadležnosti nadzornog odbora te uz eventualnu suglasnost glavne skupštine za donošenje odluke o prijenosu upravljanja zatvorenim AIF-om na novi UAIF.<sup>911</sup>

Nadalje, u ZTD-u se određuje kada je sklopljen ugovor o vođenju društva, vladajuće društvo je ovlašteno upravi ovisnog društva davati upute o vođenju poslova društva, pa čak i upute koje su štetne za ovisno društvo ako služe interesima vladajućeg društva,<sup>912</sup> a uprava ih mora i slijediti i poštovati. To znači, sklopi li se poduzetnički ugovor odnosi u društvu određivat će se prvenstveno na temelju poduzetničkog ugovora, a tek onda statuta, jer poduzetnički ugovor samim sklapanjem dobiva viši redoslijed primjene u odnosu na sadržaj statuta. U hrvatskoj pravnoj doktrini navodi se: „ne odredi li se cilj društva izričito statutom, treba smatrati da je cilj svakog trgovačkog društva vođenje poduzeća koje ono ima“.<sup>913</sup> No, ZAIF u članku 98. stavak 2. izričito navodi da statut zatvorenog AIF-a osnovanog u obliku d.d. sadržava odredbe propisane zakonom kojim se uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava i „ulagateljske ciljeve AIF-a“, te ostale podatke. Stoga ugovor o upravljanju zatvorenim AIF-om s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski UAIF, kojemu je osnovna djelatnost propisana ZAIF-om – upravljanje AIF-om<sup>914</sup> (a osnovna je djelatnost AIF-a prikupljanje novčanih sredstava javnom ili privatnom ponudom svojih dionica i ulaganja tih sredstava u skladu sa zakonom, prospektom, pravilima i statutom), uvijek mora slijediti ulagateljske ciljeve AIF-a. NO zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću ima ovlast sklopiti ugovor s vanjskim upraviteljem, donijeti odluku o prijenosu upravljanja zatvorenim AIF-om na drugi UAIF i izboru UAIF-a preuzimatelja uz suglasnost glavne skupštine te obavljati poslove vezane uz prisilni prijenos upravljanja zatvorenog AIF-a na drugi UAIF,<sup>915</sup> upravo zbog toga što AIF nema upravu društva. Stoga ne možemo govoriti da UAIF kao vladajuće društvo, upravi AIF-a kao ovisnom društvu, daje upute o vođenju društva, dok glavna skupština donosi odluku o otkazu ugovora o

---

<sup>910</sup> Članak 482. ZTD-a.

<sup>911</sup> Članak 104. stavak 2. točka 8. ZAIF-a.

<sup>912</sup> Članak 493. stavak 1. i 2. ZTD-a.

<sup>913</sup> Miladin, Petar, op. cit., bilj. br. 798., str. 690.

<sup>914</sup> Članak 11. stavak 1. točka 1. ZAIF-a.

<sup>915</sup> Članak 104. stavak 2. točka 3., 8. i 9. ZAIF-a.

upravljanju AIF-om.<sup>916</sup> Prema svemu navedenom autorica smatra da se ne može poistovjetiti ugovor u upravljanju s poduzetničkim ugovorom / ugovorom o vođenju poslova društva u smislu ZTD-a zbog razlika u formalnim, ali i suštinskim obilježjima.

Drugo je pitanje, jesu li su takva društva objedinjena jedinstvenim vodstvom, s obzirom na to da uprava AIF-a nema svoju upravu, već uprava UAIF-a čini i upravu AIF-a te daje li to pretpostavke da možemo govoriti o povezanim društvima, posebice kao društvima koncerna. Povezana društva možemo definirati kao pravno samostalna društva koja su međusobno povezana ili kapitalom, tako da jedno društvo ima udjele i/ili većinsko pravo odlučivanja u drugom društvu ili su povezana poduzetničkim ugovorima. Ako u našem primjeru sučelimo AIF i UAIF, tj. dva pravno samostalna društva koja su povezana kapitalom (jer UAIF je osnivač/član AIF-a pa tako ima udjele u AIF-u), ali kako je ranije utvrđeno, nisu povezani poduzetničkim ugovorima (ugovorom o vođenju društva).<sup>917</sup> No, koncern s druge strane čine pravno samostalna društva objedinjena jedinstvenim vođenjem.<sup>918</sup> Jesu li društva (AIF i UAF) objedinjena jedinstvenim vodstvom?<sup>919</sup> Naizgled se čini da se odnos u kojem je član uprave UAIF-a ujedno i član uprave AIF-a može definirati kao jedinstveno vođenje društva. No, zakonodavac određuje da su „jedinstvenim vodstvom“ objedinjena društva među kojima je sklopljen ugovor o vođenju poslova društva (poduzetnički ugovor),<sup>920</sup> tzv. ugovorni koncern.<sup>921</sup> Toga u ovom našem fondovskom kontekstu nema. Naime, činjenica je da AIF i UAIF zaključuju ugovor o upravljanju kojim AIF povjerava svoju imovinu i njeno upravljanje UAIF-u, no na način kako to određuje AIFMD, od čega je najvažnije da UAIF kao povjerenik zastupa isključivo interes ulagatelja UAIF-a i AIF-a koji mu je povjeren na upravljanje.

---

<sup>916</sup> Članak 105. stavak 1. točka 7. ZAIF-a.

<sup>917</sup> Članak 473. ZTD-a.

<sup>918</sup> Članak 47.6 ZTD-a, članak 18. njemačkog AktG-a. Vidi više i: Bilić, Antun, Petrović, Siniša, Učinkovito upravljanje u koncernu; Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 4 (posebni br.) (2018), str. 627-1653.

<sup>919</sup> Nužno je napomenuti da je pravo povezanih društava, posebice pravo koncerna nastalo u prvom redu kao pravo organizacije kojim su se uređivala pitanja nastanka, izvršavanja i prestanka odnosa između povezanih društava, a tek kasnije su se razvila pravila u cilju zaštite sudionika tih povezivanja. Gorenc, Vilim, Česić, Zlatko, Buljan, Vesna, Brkanić, Vlado, Komentar Zakona o trgovačkim društvima, op. cit., bilj. br. 326., str. 1163-1188.

<sup>920</sup> Članak 476. stavak 1. ZTD-a.

<sup>921</sup> Koncern nastaje na način da postojeće društvo osniva novo društvo na koje prenosi dio svoje imovine i određene djelatnosti. Već i ovdje ne možemo poistovjetiti našu situaciju. Naime, UAIF koji osniva AIF može prenijeti dio svoje imovine na AIF u vidu osnivačkog kapitala, no ne može nikako prenijeti djelatnosti, budući da su djelatnosti UAIF-a i AIF-a egzaktno propisane ZAIF-om. Vidi više: Gorenc, Vilim, Česić, Zlatko, Buljan, Vesna, Brkanić, Vlado, op. cit., bilj. br. 326., str. 1188.

Sljedeće pitanje koje se postavlja jest može se li AIF i UAIF staviti u odnos ovisnog i vladajućeg društva? ZTD definira ovisno društvo<sup>922</sup> kao pravno samostalno društvo na koje neko drugo društvo (vladajuće društvo) može imati neposredno ili posredno prevladavajući utjecaj. S tim da se pretpostavlja da je društvo koje se nalazi u većinskom sudjelovanju ovisno o društvu koje u njemu ima većinski udio. U kontekstu fondova, to bi značilo da je UAIF vladajuće društvo u odnosu na AIF. Kada tome pridodamo zakonsku presumpciju<sup>923</sup> da neko društvo može imati prevladavajući utjecaj u drugom društvu, ako kao dioničar ili član društva ima pravo izabrati, odnosno imenovati ili opozvati imenovanje članova uprave ili nadzornog odbora ili pak na temelju sporazuma s drugim dioničarima ili članovima tog društva ima kontrolu nad većinom glasačkih prava u društvu, onda se tu može povući usporedba na način da je osnivač UAIF-a koji je najčešće i većinski član AIF-a kada imenuje upravu UAIF-a, eo ipso, samim time izabrao (u slučaju zatvorenog AIF-a s vanjskim upraviteljem) i upravu AIF-a, budući da takva uprava objedinjuje dvojaku funkciju. Ako tomu pridodamo da je AIF, kako je ranije istaknuto svojevrsan pool imovine, kojim upravljaju članovi uprave UAIF-a, autorica smatra da iz svega prethodno navedenog ima mjesta tumačenju da je riječ o odnosu ovisnog i vladajućeg društva, odnosno o sui generis povezanim društvima.

### 3.1.6. Međuzaključak

Može se zaključiti da je na dispoziciji UAIF-a u RH hoće li osnovati zatvoreni AIF s pravnom osobnošću u tri ustrojbeni oblika, kao d.d., d.o.o. ili komanditno društvo, u skladu s ciljevima i očekivanjima UAIF-a koliko će i koju vrstu ulagatelja moći privući te ovisno o spremnosti ulagatelja za preuzimanjem rizika ulaganjem većeg ili manjeg iznosa kapitala, a što opet ovisi o reputaciji UAIF-a. Tako osnovani AIF može imati unutarnjeg ili vanjskog upravitelja. Kada zatvorenim AIF-om s pravnom osobnošću upravlja vanjski upravitelj, članovi uprave UAIF-a obnašaju funkciju i člana uprave UAIF-a i člana uprave AIF-a. U komparativnim zakonodavstvima<sup>924</sup> vidimo da je i u tim slučajevima ostavljena mogućnost da postoji i neovisna uprava samog AIF-a. No, naš se zakonodavac nije opredijelio za tu mogućnost, već je zaštitu ulagatelja osigurao kroz zahtjeve stručnosti i neovisnosti članova uprave i NO-a AIF-a i UAIF-a, s tim da je ulagateljima ostavio i dalje uobičajene alate kojima mogu utjecati na svoja prava – putem skupštine društva. Dodatno kada se govori o AIF-u ustrojenom u obliku d.o.o. koji je ovlašten prikupljati novčana sredstva samo privatnom ponudom, tada su ulagatelji profesionalni

---

<sup>922</sup> Članak 475. stavak 1. i 2. ZTD-a.

<sup>923</sup> Članak 475. stavak 3. ZTD-a.

<sup>924</sup> Vidi bilj. 868.

ili kvalificirani ulagatelji, koji putem „odbora“ mogu neposredno zastupati interese ulagatelja. Trenutačno je u RH,<sup>925</sup> kao malom i relativno nerazvijenom tržištu AIF-a registriran samo jedan AIF ustrojen u obliku zatvorenog AIF-a s pravnom osobnošću i to u obliku dioničkog društva koji se može nuditi privatnom ponudom. Razlog je vjerojatno s jedne strane nedostatna prisutnost „poslovnih anđela“, ili pak institucionalnih ulagatelja koji bi uložili mnogo veći kapital i time preuzeli i veći rizik te nepostojanje svakodobne otkupivosti udjela iz imovine AIF-a. U tom kontekstu svakako nije zanemariva niti činjenica da članovi društva inkorporiranog u obliku d.o.o., ako njihova ulaganja nisu opravdala očekivanja, odnosno ekonomsku isplativost da bi napustili transakciju, moraju zadovoljiti niz formalnih preduvjeta. Dok s druge strane, u odnosu na UAIF, osnivanje zatvorenih fondova u obliku d.d., povezano je s većim troškovima uz samo osnivanje fondova, a koje onda u samom poslovanju dodatno prate sve obveze tržišta kapitala. Osnova uspjeha i postupanja AIF-a brzina je u donošenju odluka, a za što formalni preduvjeti koji zahtijevaju složene korporativne strukture sigurno nisu prednost. Uočava se da je naš zakonodavac, po uzoru na komparativna zakonodavstva, izmjenama ZAIF-a iz 2021. godine predvidio pravnu strukturu ustroja AIF-a s pravnom osobnošću kao k.d.,<sup>926</sup> gdje komplementar odgovara cjelokupnom svojom imovinom, dok drugi članovi – komanditori, odgovaraju samo do visine uložene imovine, no pritom su puno slobodniji u ugovaranju svojih prava i obveza. Drugi oblik koji je zastupljen komparativno, a izostao je iz zakonodavnog okvira RH jest d.d. s varijabilnim kapitalom,<sup>927</sup> gdje je dioničarima društva omogućen otkup dionica te olakšan exit. No, kako je taj oblik pogodan za kratkoročne ciljeve dioničara, usprkos činjenici da takav ustroj pravnog oblika trenutno nije moguć jer ga naše pravo društava ne poznaje, te bi za uvođenje toga oblika trebalo intervenirati u odredbe ZTD-a, a onda i ZAIF-a, naš se zakonodavac opredijelio za dugoročni pristup. Naime, ako ulagatelj ne može povratiti svoje ulaganje u svakom trenutku (npr. prodajom na burzi) onda je za pretpostaviti da će se ulagatelj aktivnije uključiti u dugoročniji rast i razvoj društva, odnosno kontrolirati i nadzirati svoje ulaganja radi ostvarenja svog ekonomskog interesa. Stoga je najnovija izmjena i mogućnost ustroja AIF-a u obliku k.d. svojevrsan kompromis te zakonodavac očekuje da će ga ulagatelji prepoznati. Ulagateljima je svakako u interesu da imaju na raspolaganju likvidno ulaganje, dionicu koju mogu prodati na uređenom tržištu. Što je ulaganje nelikvidnije, to bi ulagatelji trebali dobiti bolju kompenzaciju u vidu više kontrolnih

---

<sup>925</sup> Uvid u Statistiku HANFE o broju AIF-a na dan 27. kolovoza 2023., dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3> (27.8.2023.).

<sup>926</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.12. Posebno o položaju ulagatelja u alternativnim investicijskim fondovima s pravnom osobnošću u Republici Hrvatskoj, str. 142. i dalje.

<sup>927</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.4. Odabir pravnog oblika za alternativni investicijski fond, str. 104. i dalje.

prava. No, ako se uzme u obzir da u AIF-u, po svojim karakteristikama, ulagatelji ne bi smjeli sudjelovati u operativnom poslovanju, onda im niti kontrolna prava ne bi trebala biti više dodjeljivana, jer za to imaju upravitelja. Možda bi ipak dioničko društvo s varijabilnim kapitalom ili komanditno društvo na dionice bilo bolje rješenje i privuklo više ulagatelja s područja kojima su takvi ustrojbeni oblici tradicionalni.

### 3.2. Pravni odnosi alternativnih investicijskih fondova i portfeljnog društva po etapama investicijskog ciklusa

Ugovaranje je najvažniji dio transakcije i investicijskog procesa budući da je ugovor temelj za razumijevanje budućih odnosa između portfeljnog društva i UAIF-a. Nakon što VC/PE sklopi s portfeljnim društvom ugovor kojim se utvrđuju prava i obveze VC/PE (cijena, rokovi, pogodnosti koje će VC/PE ostvariti i sve ostale odredbe koje su VC/PE tijekom pregovora ispregovarali)<sup>928</sup> u zamjenu za članska prava i/ili druga prava iz financijskih instrumenata i/ili kontrolna prava sadržana u subscription agreement,<sup>929</sup> ugovorne odredbe koje se tiču članskih prava – potrebno je reproducirati u temeljnim aktima portfeljnog društva (statut,<sup>930</sup> društveni ugovor), koje je odobrila skupština društva i posljedično upisati u odgovarajuće registre,<sup>931</sup> kako bi bile obvezujuće za sve članove društva. Kada UAIF ulaže u ime VC-a/PE-a, kao ulagatelja u portfeljno društvo, dužan je zastupati ulagatelje isključivo u njihovu najboljem interesu pritom ispunjavajući svoju obvezu postupanja s pažnjom dobrog stručnjaka, a UAIF jest stručnjak u kreiranju takve vrste transakcija. UAIF ima već unaprijed pripremljene načine i metode zaštite kojima štiti svoja ulaganja, koje s jedne strane služe usmjeravanju i kontroli poslovanja poduzetnika, dok s druge daju dostatno prostora za brzi „izlazak“ ako se ulaganje

---

<sup>928</sup> To se u RH postiže ugovorima o kupoprodaji i prijenosu udjela ili dionica u trgovačkim društvima. Kod d.o.o. (članak 412. TD-a) propisano je da se udjeli mogu prenositi i nasljeđivati. Za prijenos je potreban ugovor sklopljen u obliku javnobilježničkog akta ili privatne isprave koju će potvrditi javni bilježnik, a mogu se postaviti i dodatni uvjeti kroz društveni ugovor. Kod d.d. dionice izdane u nematerijaliziranom obliku prenose se indosamentom (članak 227. stavak 1. ZTD-a).

<sup>929</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 313-316.

<sup>930</sup> Ako je riječ o d.d., onda VC/PE stječe dionice portfeljnog društva, a putem odluke glavne skupštine društva primijenjuju se izmjene statuta društva, budući da dioničari svoja prava ostvaruju kroz skupštinu društva (članak 274. ZTD-a). Izmjene statuta su predmet odlučivanja glavne skupštine društva (članak 275. ZTD-a) i odluka se donosi glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini društva pri odlučivanju o toj odluci (članak 301. stavak 1. ZTD-a). Izmjena statuta valjana je tek po upisu u sudski registar (članak 303. stavak 3. ZTD-a).

<sup>931</sup> Članak 455. stavak 1. ZTD-a, odluka o izmjeni društvenog ugovora donosi se većinom od najmanje tri četvrtine danih glasova, a može se predvidjeti društvenim ugovorom i veća većina. On se može izmijeniti samo odlukom članova društva sastavljenom u obliku javnobilježničkog akta, privatne isprave koju je potvrdio javni bilježnik ili u obliku javnobilježničkog zapisnika i smatra se izmijenjenim danom upisa u sudski registar (članak 454. ZTD-a). Iznimno, ako se članovi društva dogovore o pojedinačnoj odluci, mogu se o njoj izjasniti pisanim putem i u tom se slučaju većina koja je potrebna za donošenje odluke određuje na temelju ukupnog broja glasova kojima raspolažu članovi društva (članak 440. stavak 1. i 2. ZTD-a).

ne pokaže svrsishodnim. U nastavku će se rada prikazati investicijski proces te analizirati pravni akti koji prate transakciju, a koji su se razvili u poslovnoj praksi zemalja anglosaksonskog kruga koje prednjače u primjeni fondovskog oblika ulaganja.

### 3.2.1. Predugovorna etapa

Fondovi rizičnog kapitala kao ulagatelji vrlo su oprezni. VC/PE pri odabiru u koje će portfeljno društvo uložiti postupa na dva načina. Prvi je način da UAIF sam kreira financijski instrument putem kojega će uložiti u portfeljno društvo. Fond time postaje pasivni ulagatelj.<sup>932</sup> Nakon što je UAIF strukturirao financijski instrument, ulagatelji na temelju prava i obveza koje proizlaze iz toga financijskog instrumenta sami rade preSelekciju (engl. screen out) hoće li uložiti u taj financijski instrument.<sup>933</sup> Ulažu oni ulagatelji koji u tome prepoznaju dobru poslovnu priliku.<sup>934</sup> Drugi je način da UAIF preuzme aktivnu ulogu u pronalasku budućega portfeljnog društva. To se može ostvariti na dva načina: ili UAIF pristupa društvu neposredno, na temelju vlastitog saznanja, ili se UAIF-u može obratiti sam poduzetnik / portfeljno društvo<sup>935</sup> sa svojom idejom.<sup>936</sup> Kada se poduzetnik sam obraća UAIF-u, to može učiniti putem nekoga poduzetničkog inkubatora koji organizira predstavljanje projekata (engl. demo day), na kojem se potencijalnim ulagateljima, UAIF-ovima, poduzetnici obraćaju sa svojim idejama u nadi da će ih zainteresirati za ulaganje.<sup>937</sup> Poduzetnik prije demo daya sastavlja tzv. engl. teaser,<sup>938</sup> dokument kojim predstavlja svoj projekt. On mora biti sastavljen na način da ga upravitelj odmah prepozna između ostalih potencijalnih ulaganja, te ako u tome uspije bit će pozvan da

---

<sup>932</sup> Fond preuzima pasivnu ulogu u odnosu na pronalaženje ulagatelja: „he does not choose the best projects; rather he offers contract so that the best projects come to him“. Yung, Chris, *Venture Capital before the First Dollar: Deal origination, screening and Evaluation*, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 21., str. 303-327., str. 309.; Čulinović-Herc, Edita, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, *Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja*, op. cit., bilj. br. 34., str. 51-89.

<sup>933</sup> Temeljno je načelo da se financijski instrument kreira na način da *residual claim* (svi oblici vrijednosnih papira koji omogućavaju stjecanje u korporativnoj strukturi) izaberu ulagatelji kojima to najviše odgovara. Yung, Chris, op. cit., bilj. br. 19., str. 309.

<sup>934</sup> *The security design approach* zastupljeniji je u VC literaturi, loc.cit.

<sup>935</sup> Istraživanja pokazuju da VC primi preko 1000 poslovnih planova godišnje, ali uzima u razmatranje samo ona koje je preporučio upravitelj VC -a. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 305., tako i: Yung, Chris, op. cit., bilj. br. 21., str. 303-353.

<sup>936</sup> Kako VC i PE primarno ulažu u društva koja nisu uvrštena na uređeno tržište njima je puno teže doći do potencijalnih inovatora ili portfeljnih društva, budući da nemaju povijesnog prikaza ili nemaju javno objavljenih podataka. Ovdje je Zagrebačka burza napravila iskorak s projektom „progress tržište“ (vidi više u poglavlju: 2.2.2.5. Republika Hrvatska, str. 54 i dalje).

<sup>937</sup> Danas takve poduzetničke inkubatore organiziraju sveučilišta ili veleučilišta koja uz edukaciju nastoje potaknuti mlade poduzetnike da odmah krenu s realizacijom svojih ideja. Oni organiziraju i *demo day* na kojem poduzetnici imaju priliku zainteresirati ulagatelje i prezentirati svoj projekt.

<sup>938</sup> Pritom je bitno da poduzetnici slijede u praksi poznat *first elevator rule*, takav dokument mora biti napravljen profesionalno, kada ga UAIF jednom pogleda i ocijeni ga nezanimljivim više se na takvo ulaganje neće vraćati, odnosno neće ga analizirati. *Teaser* mora sadržavati ciljano podatak koji ulaganje poduzetnika izdvaja od ostalih.

ga prezentira. Ako je prezentacija bila uspješna, UAIF nastavlja proces, a poduzetnik predstavlja svoj poslovni plan.<sup>939</sup> Cilj je toga dokumenta dokazati UAIF-u profitabilnost projekta te ga uvjeriti u isplativost ulaganja u njega.

Drugi je način da sami poduzetnici / portfeljna društva pristupe potencijalnim ulagateljima putem investicijskih savjetnika s kojima su već prethodno razradili strategiju predstavljanja potencijalnim ulagateljima.

Kada se UAIF zainteresira za ulaganje on započinje postupak dubinskog snimanja (engl. *due dilligence*).<sup>940</sup>

Nakon što pomno odabere portfeljno društvo za ulaganje, u pripremnoj etapi UAIF potpisuje veliki broj preliminarnih pravnih akata kojima se definira odnos UAIF-a i portfeljnog društva. Pri strukturiranju transakcije bitno je točno tempiranje vremena i da ona pri tome ostane tajna, pa je stoga prvi pravni akt koji je relevantan za buduću transakciju ugovor o čuvanju povjerljivih informacija, tzv. *nondisclosure agreement* (u daljnjem tekstu: NDA).<sup>941</sup> Tijekom dubinskog snimanja, UAIF će steći uvid u podatke o samom portfeljnom društvu, kao i njegovim budućim poslovnim planovima. Kako bi se te informacije zaštitile, UAIF će se NDA-om obvezati da se tim informacijama neće služiti niti ih prenositi dalje, bez obzira na ishod transakcije.<sup>942</sup> NDA može biti jednostrani ili dvostrani, a sadržavat će obvezu čuvanja povjerljivih informacija (uz definiranje sadržaja i opsega povjerljivih informacija) do kojih je VC/PE došao tijekom procesa pregovaranja, kao i vrijeme obveze njihovoga čuvanja.

Nakon potpisanog NDA-a, potpisuju se pisma namjere (engl. *heads of terms*) kojima AIF, ali i portfeljno društvo izražavaju glavne elemente transakcije, UAIF prema saznanjima koje u tom trenutku ima o portfeljnom društvu, a portfeljno društvo izražava svoje glavne uvjete pod kojima namjerava realizirati transakciju. Pismo namjere nije u pravilu obvezujuće, no takvi dokumenti mogu obuhvatiti odredbe kojima se utvrđuje, ako se ne ostvari ulaganje, iz razloga

---

<sup>939</sup> Poslovni plan sadrži sažetak projekta, opis portfeljnog društva / poduzetnika, analizu tržišta, planove daljnjeg razvoja, opis projekta, analizu ulaganja, ekonomsku evaluaciju, analizu osjetljivosti – potencijalnih rizika.

<sup>940</sup> Kod VC-a/PE-a procjenjuje se šest rizika: tržišta, rizik nemogućnosti izlaska iz ulaganja, rizik gubitka cijelog ulaganja, rizik upravljačkog neuspjeha, rizik primijene ideje poduzetnika te rizik neučinkovitoga lidera – poduzetnika. Landström, Hans, *Pioneers in venture capital research*, u: Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 17., pogl. 1., str. 27. Vidi i: Cumming, Douglas John, Sofia, A., *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*, Elsevier, London, 2014., str. 305., tako i: Yung, Chris, op. cit., bilj. br. 219., str. 303-308. Vidi više u poglavlju: 3.2.2. Dubinsko snimanje (engl. *due dilligence*), str. 173. i dalje.

<sup>941</sup> Standardizirane oblike NDA ugovora možemo pronaći i na mrežnim stranicama Europske komisije, dostupno na: [https://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/non\\_disclosure\\_agreement\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/non_disclosure_agreement_en.pdf) (2.2.2020.).

<sup>942</sup> Vidi više: Kowalski, Stanley P., Krattiger, Anatole, (ed.), *Confidentiality Agreements; a basis for partnerships; Hendbook of best practices*, poglavlje 7.2., str. 689 – 695., Center for the Management of Intellectual property in Health Research and Development, Oxford, 2007.

prouzročenih ponašanjem portfeljnog društva tijekom dubinskog snimanja, a kojim je portfeljno društvo onemogućilo proces ulaganja UAIF-u, da će portfeljno društvo snositi dio troškova dubinskog snimanja. Time se prisiljava portfeljno društvo da se ponaša fer i korektno tijekom pregovaračkog procesa.<sup>943</sup> U praksi se potpisuju i lock out ugovori, kojima se dogovora ekskluzivnost pregovaračkog procesa. U vrijeme pregovara s AIF-om, ne može se pregovarati s drugim potencijalnim AIF-om ili drugim ulagateljem. Pravni akt koji se često potpisuje pri započinjanju pregovaračkog procesa jest i tzv. standsteel agreement, ugovor kojim portfeljno društvo preuzima obvezu da neće mijenjati korporativnu strukturu do donošenja konačne odluke o ulaganju AIF-a u portfeljno društvo.

Iz svega navedenog vidljivo je da u predugovornoj fazi zbog izražene asimetrije informacija, prije svega UAIF-a u portfeljnom društvu, ali i obrnuto, transakcijski koraci imaju za cilj osigurati da u slučaju prekida pregovora osjetljive informacije ostanu u pravim rukama, odnosno da ne idu dalje. Uočava se i da UAIF, kao jača ugovorna strana u pregovaračkom procesu, bolje osigurava svoje interese. No, ono što obilježava ovu etapu transakcije jest svakako informacijska asimetrija. Ona se često objašnjava s pomoću „agencijske teorije“.<sup>944</sup> Ta teorija smatra informacije jednim od presudnih elemenata u odnosu principal (ulagatelj koji omogućava kapital - UAIF) i agent (poduzetnik koji treba sredstva / portfeljno društvo). To su informacije o stvarnim namjerama poduzetnika (je li spreman dalje razvijati proizvod) kao i „prave karakteristike/ nedostatci“ budućeg ulaganja (je li ono tehnološki napredno ili ima neke značajne nedostatke) prije donošenja odluke o ulaganju. Takve karakteristike budućeg ulaganja koje zbog informacijske asimetrije nisu dostupne budućim ulagateljima, mogu stvoriti prednost za poduzetnika tijekom samog pregovaranja na način da ih UAIF ne prepozna, pa se ulaganje usmjeri u pravcu koje je povoljnije za poduzetnika (primjerice u istraživanje i razvoj, a ne komercijalizaciju novog proizvoda). No s druge strane, upravo zbog te asimetrije, UAIF pri ulasku u portfeljno društvo nastoji steći što više kontrolnih prava u društvu kako bi putem njih mogao nadzirati poduzetnika nastojeći ostvariti svoj cilj (što veći prinos na uloženi kapital).<sup>945</sup>

---

<sup>943</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 306. Vidi i: Kowalski, Stanley P., Krattiger, Anatole, op. cit., bilj. br. 942.

<sup>944</sup> Vidi bilj. 28.

<sup>945</sup> Kada govorimo o korporativnom upravljanju nameće se pitanje na koji način vlasnici društva mogu dostatno kontrolirati, ali s druge strane i motivirati uprave društva da zastupaju ciljeve društva? Ono što se najčešće događa u praksi jest, da direktori društava jače zastupaju svoje pojedinačne i osobne ciljeve, jer se njihovi ciljevi i ciljevi vlasnika društva i društva općenito, mogu razlikovati. U tom slučaju govorimo o tzv. „agency problemu“. Koliko je s jedne strane dobro razdvojiti vlasništvo i upravljanje, toliko su s druge potrebni snažni mehanizmi da oni streme zajedničkom cilju. Najvažniji od tih ciljeva provode se kroz mehanizme korporativnog upravljanja, preko izvještavanja do određivanja politike primitaka te jačim uključivanjem samih vlasnika – dioničara /udioničara u kontrolu uprave preko glavnih skupština društva, a rezultiraju boljom produktivnošću i smanjenjem troškova



Prema tome, u tom odnosu između UAIF-a i portfeljnog društva informacijska asimetrija, kada jedna ugovorna strana zna mnogo više od druge itekako je prisutna. Ona nije odraz nečije namjere, ona je odraz faktične situacije. Uzmimo na primjer situaciju ako je portfeljno društvo brzo rastući start up, ali bez povijesnog prikaza. U tom slučaju kako je „proizvod“ u nastanku, nedostatak je informacija i na strani poduzetnika (o sposobnosti portfeljnog društva da bude uspješno) i na strani UAIF-a. No, kako poduzetnik razvija svoj proizvod tako i njegova spoznaja o njemu raste te se postavlja pitanje hoće li te novootkrivene informacije prenijeti UAIF-u. Upravo zbog toga financiranje poduzetnika putem ulaganja VC/PE transakcija razlikuje se od tradicionalnoga korporativnog financiranja između ostalog u magnitudi „agency problema“ i „informacijske asimetrije“. Pravna je doktrina utvrdila nekoliko načina kako bi UAIF morao ublažiti tu asimetriju: prikupljanjem podataka prije samog ulaganja, pomnim praćenjem svog ulaganja tijekom procesa ulaganja putem alokacije kontrolnih prava i dotoka kapitala u portfeljno društvo te usmjeravanjem portfeljnog društva na optimalna rješenja pri dostizanju ciljeva.<sup>946</sup>

Razvidno je da UAIF pri donošenju odluke o ulaganju u portfeljno društvo treba procijeniti dva aspekta odluke o ulaganju: prvo, rizik koji nosi novo ulaganje uzimajući u obzir je li riječ ulaganju u posrnulo društvo ili pak u neki brzo rastući start up, i drugo, sposobnost portfeljnog društva i njegove uprave da prevlada poteškoće i način na koji će to učiniti, odnosno da se pronađu value drivers.<sup>947</sup>

Kako to radi UAIF? Utvrđeno je postojanje važne veze između osobne/subjektivne i objektivne procjene, odnosno želje ili vjerovanja osobe da sebe procjeni bolje negoli običnu, prosječnu osobu (što može prouzročiti da ljudi vjeruju da su superiorniji u više dimenzija). Ova teorija, Better-than-Average (BTA),<sup>948</sup> odnosi se na situaciju koja postoji kada asimetrija u odnosu

---

operativnog poslovanja. Vidi više: Crnković Boris, Požega Željko, Karačić Domagoj, Izazovi korporativnog upravljanja u državnim poduzećima – Hrvatske perspective, *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, vol. 24, br. 2(2011), str. 279-292, dostupno na: [https://hrcaj.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=112973](https://hrcaj.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=112973) (1.8.2018.).

<sup>946</sup> To je rizik i trošak eksternog ulagatelja, VC/PE to objašnjava time što je za portfeljna društva financiranje putem eksternog kapitala skuplje. David J. Denis, op. cit., bilj. br. 24., str. 310. Vidi i: Kaplan, Steven N., Stromberg, Peer, *How Do Venture Capitalists Choose Investments?*, str. 1-40., dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.5607&rep=rep1&type=pdf> (8.2.2020.).

<sup>947</sup> *Value drivers* se odnosi na procjenu upravljačke strukture u portfeljnom društvu. UAIF procjenjuje može li putem članova upravljačkog tima poboljšati korporativno upravljanje, operativno ili strateško vođenje društva i sl. Vidi više: Şişmangil, Erdem H., *Creditor Protection in Private Equity-Backed Leveraged Buyout and Recapitalisation Practices*, BWV- Berliner Wissenschafts-Verlag GMBH, Berlin, 2014., str. 13.

<sup>948</sup> Linder, Christian, Sperber, Sonja, „Mirror, Mirror, on the Wall – Who is the Greatest Investor of all? Effects of Better-than Average Beliefs on Venture Funding“, *European Management Review*, vol. 17, br. 2(2002), str. 407-426., dostupno na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/emre.12363> (1.11.2019.).

ulagatelj – portfeljno društvo može biti prozročena time da ulagatelj – UAIF pogrešno procijeni, odnosno precijeni informaciju o portfeljnom društvu. Posljedica je pogrešne procjene da ulagatelj/UAIF uloži u portfeljno društvo koje ima značajne nedostatke. To se događa upraviteljima koji su previše samouvjereni te procjene tržišnu vrijednost mnogo većom od njezine stvarne vrijednosti, osobito kada vjeruju da im je područje ili industrija u koju ulažu „bliska“, te su skloni na temelju subjektivne procjene i nedostatka informacija donijeti odluku. S tim je povezana i volja da se preuzme preveliki rizik (jer biva pogrešno procijenjen).<sup>949</sup> Naime, iskustvo neće spriječiti upravitelja da pod utjecajem BTA efekta donose odluke na temelju predrasude. Zapravo, UAIF donosi pogrešnu odluku o ulaganju jer je uvjeren da ulaže u nešto što može kontrolirati, a zapravo to ulaganje nije kontrolabilno.<sup>950</sup> Kod VC/PE ulaganja, istraživanja pokazuju da upravitelji vođeni tim subjektivnim poimanjem BTA, čak i ako imaju na raspolaganju više informacija, mogu samouvjerenom donijeti pogrešnu odluku jer informacije ne žele racionalno procijeniti i usporediti, nego će donijeti odluku na temelju onih pokazatelja koje su prepoznali, dok će druge ignorirati.<sup>951</sup>

VC/ PE fondovi kao ulagatelji moraju se dobro informirati kako bi mogli uspješno procijeniti rizike svoga budućeg ulaganja. Ulagatelji imaju bolji pristup javno objavljenim informacijama u odnosu na osnivanje i ustroj portfeljnog društva koje je predmet potencijalnog ulaganja, no potpuni manjak informacija je u odnosu na podatke o operativnom poslovanju društva, njegov ekonomski potencijal, kao i u odnosu na njegovu upravu i zaposlenike. Upravo zbog toga, kako bi izbjegli kupnju lemona,<sup>952</sup> PE/VC ulagatelji su primorani posvetiti mnogo vremena i resursa istražujući informacije koje su im potrebne za donošenje odluke o ulaganju, a što je povezano i s troškovima.

Vrlo je važan i inovacijski potencijal portfeljnog društva, osobito za poduzetnike iz tehnološkog sektora.<sup>953</sup> Ta društva imaju vrlo visoki stupanj informacijske asimetrije. VC/PE

---

<sup>949</sup> Averzija prema gubitku, preveliko samopouzdanje i društvena zaraza mogu objasniti zašto je volumen trgovanja tako velik, zašto dionice postaju precijenjene i zašto dolazi do špekulativnih mjehura. Novo područje bihevioralnih financija primjenjuje koncepte iz drugih društvenih znanosti, poput antropologije, sociologije i psihologije za razumijevanje ponašanja cijena vrijednosnica. Vidi više: Mishkin, Frederic S., Eakins G., op. cit., bilj. br. 747., str. 129- 131.

<sup>950</sup> Studija je pokazala da oko 30 % ulagatelja ima takva neopravdana BTA uvjerenja te na temelju njih donose loše odluke o ulaganju. Podatak preuzet iz: Linder, Christian, Sperber, Sonja, op. cit., bilj. br. 948., str. 15.

<sup>951</sup> Zacharakis, Andrew, Shepard, Dean A., The pre-investment process: Venture capitalists decision policies, u Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., pogl. 6., str. 186-189.

<sup>952</sup> *Lemon*- fraza koja označava ulaganje koje po kvaliteti i uvjetima nije onakvo kako se očekivalo. Vidi više: Povaly, Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 115.

<sup>953</sup> Tehnološko financiranje (engl. *tech firms*) je termin koji obuhvaća financiranje društava u sektorima biotehnologije, komunikacija, računala, elektronike, energetike, okolišne tehnologije, medicine i svim ostalim tehničko tehnološkom industrijama.

je neinformiran ili nedostavno informiran o kvaliteti novoga projekta ili njegovoj mogućnosti da ostvari poslovni plan. Poduzetnik s druge strane, nema potpunu informaciju može li VC/PE pribaviti dodanu vrijednost njegovu projektu. Vanjskom je ulagatelju teško procijeniti potencijalnu vrijednost tehnološke inovacije. Za razliku od ulagatelja, poduzetnik koji je ujedno i inovator, to može bolje procijeniti (osim ako nije i sam u zabludi). Zatim se postavlja i pitanje moralnog hazarda. Jednom kada prikupi sredstva, poduzetnik će ih vjerojatno željeti iskoristiti za dodatna istraživanja, ali ta istraživanja koja su potencijalno dobra za razvoj proizvoda –ga udaljavaju od plasiranja proizvoda na tržište pa time poduzetnik više zadovoljava svoj znanstveni, istraživački cilj nego što brine o povratu ulaganja prema ulagatelju. Nije nevažna niti činjenica da je važan dio aktive tech firms nematerijalna imovina (engl. intangible assets)<sup>954</sup> i upravo je to razlog zbog kojeg je takva društva teško procijeniti, odnosno vrednovati. Materijalna imovina tih društava imaće veliki stupanj specifičnosti. Može imati više alternativnih svrha, a ako razvoj proizvoda ne uspije, ne mora uopće imati svrhu. Poduzetnici iz tehnološkog sektora stoga se rijetko financiraju uz zaduživanje, odnosno putem duga. Jedan od primarnih razloga opstojnosti VC/PE kao financijera je u činjenici da stupanj informacijske asimetrije i troškova upravljanja tog ulaganja u mala high tech društva nisu prihvatljiva za banke, budući da one imaju točno određena pravila kako i uvjete pod kojima mogu odobriti financiranje. One ga ne mogu odobriti ako ne mogu procijeniti rizik koji moraju preuzeti.

Metode procjene vrijednosti imovine svakako utječe i na nagrađivanje upravitelja. UAIF-ovi koji ostvaruje pravo na performance fee, svakako će biti motiviran i da primijeni onu metodu procjene imovine koja će njihov uspjeh u upravljanju fondom prikazati boljim. Vrijednost objektivnoga vrednovanja imovine prepoznata je kroz AIFMD,<sup>955</sup> koji naglašava da je za zaštitu interesa ulagatelja, pouzdano i objektivno vrednovanje imovine presudno. Postupak vrednovanja imovine trebao bi biti funkcionalno neovisan o upravljanju portfeljem i politici

---

<sup>954</sup> Ako VC/PE ulaže u nelikvidnu imovinu, onu koja još nije bila predmet prodaje, njena se vrijednost može različito procijeniti primjenom različitih (računovodstvenih) metoda vrednovanja. Zbog toga je procjena vrijednosti portfeljnog društva, odnosno njegovih dionica/udjela prvi problem pri ulasku fonda u društvo. S obzirom na svoju jaču pregovaračku poziciju, PE/VC će biti skloni pri ulasku u ulaganje primijeniti metode vrednovanja kojima će vrijednost kompanije biti blago podcijenjena, dok će pri izlasku biti upravo suprotno. Ta će se imovina nastojati precijeniti kako bi se što bolje prodala i kako bi povrat na ulaganje bio što viši. Metode procjene važne su za portfeljno društvo i u trenutku ulaska i u trenutku izlaska, posebno za dioničara koji je otuđio svoj udio fondu i moguće pridržao pravo na ponovni otkup, no također su bitne i za ulagatelje. Kako takva društva nisu na burzi podložna strogim obvezama izvještavanja, upravitelj je taj koji odlučuje o metodama procjene, a koje će prezentirati budućim ulagateljima. Takva procjena može utjecati i predstavljati i reputacijski rizik za fond, ako se ona pri izlasku pokaže precijenjenom. Vidi više: Cumming, Douglas John, Walz, Uwe, Private equity returns and disclosure around the world, *Journal of International business studies*, (2010), str. 727-754., dostupno na: [www.jibisnet](http://www.jibisnet) (23.5.2019.).

<sup>955</sup> Preambula točka 29. Direktive AIFMD-a.

nagrađivanja UAIF-a. Uredba AIFM-a<sup>956</sup> ističe da podaci koje koriste UAIF-ovi pri izračunu ukupne vrijednosti imovine pod upravljanjem ne trebaju biti dostupni javnosti ili ulagateljima, ali se moraju obznaniti regulatoru kako bi on mogao provjeriti točnost podataka te definirati način na koji se izračunava ukupna vrijednost imovine kojom upravlja AIF.<sup>957</sup> Uredba AIFM-a propisuje i da je UAIF dužan izraditi politike i postupke vrednovanja imovine koje moraju biti transparentne, odgovarajuće i fer, u skladu s nacionalnim pravom i osnivačkim aktima AIF-a i pravilima,<sup>958</sup> a koje moraju dosljedno primjenjivati i periodički preispitivati. No potpunost i točnost te informacije osim za portfeljno društvo i njegove ostale dioničare, bitna je i za ulagatelja s obzirom na to da je naknada za upravljanje prestacija koja se naplaćuje ulagatelju, a ne portfeljnom društvu.<sup>959</sup> Često se ističe i da je informacijska asimetrija više naglašena u zemljama s manje razvijenim zakonodavstvom i posljedično manjim zahtjevima za transparentnošću, što omogućava UAIF-u da ima veću fiksnu nagradu, a manju nagradu po ostvarenju.<sup>960</sup>

To su sve situacije koje bi detaljan postupak dubinskog snimanja trebao riješiti. Tijekom toga, doduše, skupog, ali vrlo opsežnog i detaljnog postupka, upravitelji mogu na temelju faktičnih parametara donijeti racionalnu odluku temeljenu na dobivenim informacijama koje trebaju usporediti i ocijeniti u skladu sa znanjem i iskustvom, na temelju objektivne procjene. To ne znači da će i takva odluka biti oslobođena od rizika, ali će je UAIF donijeti na temelju stručnog znanja i iskustva te primjenom profesionalnih standarda, čime ujedno ispunjava i svoju fiducijarnu dužnost prema ulagateljima - dužnost primjene dužne pažnje.

Stoga, UAIF prije nego donese odluku o ulaganju u portfeljno društvo treba realno procijeniti sve rizike tog ulaganja te sposobnost portfeljnog društva i njegove uprave da ih prevlada. Da bi to mogao učiniti u ovoj predugovornoj etapi, gdje je informacijska asimetrija iznimno velika, mora pravilno procijeniti portfeljno društvo, jer ako ga pogrešno procijeni, preuzima i veći rizik koji se može ispoljiti u etapi izlaska iz ulaganja kada prinos neće biti onakav kakav je očekivan ili će cijelo ulaganje biti neuspješno. Stoga je pravodoban i precizan postupak dubinskog snimanja vrlo važan kako bi se objektivno procijenila vrijednost portfeljnog društva, te mora biti prepoznat od regulatora i određen kao obvezna etapa procesa ulaganja kojim UAIF ispunjava jednu od svojih fiducijarnih dužnosti - obvezu postupanja s dužnom pažnjom. O tome

---

<sup>956</sup> Preambula točka 8. Uredbe AIFM-a.

<sup>957</sup> Članak 1. - 4. Uredbe AIFM-a.

<sup>958</sup> Članak 67. - 74. Uredbe AIFM-a.

<sup>959</sup> Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 203.

<sup>960</sup> Ibid., op. cit., bilj. br. 25., str. 333.

koliko će kapitala moći portfeljno društvo prikupiti, ovisit će ponajprije o stupnju informacijske asimetrije koju trpi ulagatelj te o njegovoj sposobnosti i mogućnosti da ju ublaži dubinskim snimanjem društva.

### 3.2.2. Dubinsko snimanje (engl. due dilligence)

Da bi UAIF mogao ispuniti svoju obvezu dužne pažnje tijekom cijeloga procesa ulaganja, on mora moći dokazati ulagatelju i regulatoru, da je ispunio sve kriterije koji se od njega u tom pogledu očekuju. Europska komisija je putem delegiranih akata<sup>961</sup> donijela kriterije koji će koristiti nadležna tijela kako bi procijenila ispunjava li UAIF takve obveze.<sup>962</sup> Kriterije dodatno objašnjava i ESMA, navodeći kako su ih UAIF dužni primjenjivati u skladu s načelom proporcionalnosti ovisno o imovini kojom upravljaju, njenoj veličini, prirodi i kompleksnosti.<sup>963</sup> Stoga provođenjem postupka dubinskog snimanja (engl. due dilligence) i prije samog ulaganja i periodičnim nadziranjem samog ulaganja,<sup>964</sup> UAIF je dužan ocjenjivati odabrana portfeljna društva s obzirom na „moguće prilike i ukupno povezane rizike“<sup>965</sup> te ih pisano dokumentirati. Upravo zbog toga, da bi UAIF mogao dokazati da je postupao s dužnom pažnjom i u najboljem interesu ulagatelja, on mora prije donošenja odluke o ulaganju provesti postupak dubinskog snimanja te ga dokumentirati. Što sve obuhvaća postupak dubinskog snimanja te koje rizike i faktore UAIF procjenjuje tijekom postupka izložit će se u nastavku rada.

Dubinsko snimanje je postupak kojim UAIF procjenjuje rizike i mogućnosti potencijalnog ulaganja, moguću uspješnost projekta, privlačnost projekta na tržištu, upravu društva, ocjenjuje ima li ulaganje ima dostatno veliki potencijal rasta kako bi kroz određeni broj godina mogao ostvariti povrat ulaganja i kao uspješan izlazak iz njega. Tek nakon pomno provedene analize<sup>966</sup> svih prepoznatih rizika, UAIF donosi odluku o ulaganju.<sup>967</sup> Cilj dubinskog snimanja nije samo

---

<sup>961</sup> Članak 18. i 19. Uredbe AIFM-a.

<sup>962</sup> Članak 12. stavak 1. i 3. AIFMD-a.

<sup>963</sup> ESMA ističe kako su takvi postupci propisani za UCITS fondove, dok je AIF više usmjeren na profesionalne ulagatelje i privatne ponude, no isto tako velika većina AIF-ova upravlja i UCITS fondovima, pa tako ESMA smatra da je primjereno da se primjenjuju ista pravila. ESMA Final Report, op. cit., bilj. br. 714.

<sup>964</sup> Taj je postupak izričito propisan pri ulaganju u imovinu ograničene likvidnosti i kada je takvom ulaganju prethodila etapa (članak 19. Uredbe AIFM-a).

<sup>965</sup> Članak 19. stavak 1. točka c Uredbe AIFM-a.

<sup>966</sup> Studije su pokazale da je dubinsko snimanje radno intenzivno i prosječno traje 97,3 dana (Yung, Chris, op. cit., bilj. br. 21., str. 317.).

<sup>967</sup> Riding, Allan, Madill, Judith J., Haines, George H., Investment decision making by business angels u Venture capitalists decision policiecs, u: Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., pogl. 13., str. 333- 346.

u ograničenju rizika, već se putem njega stvara i dodatna vrijednost,<sup>968</sup> budući da se u ovoj etapi otkrivaju eventualni nedostaci portfeljnog društva, koje će UAIF primijeniti kasnije u svoju strategiju tako da ih kontrolira i usmjeri prema postizanju unaprijed određenoga cilja.

U skladu s ESMI-om,<sup>969</sup> UAIF je dužan uspostaviti pisane procedure o provođenju dubinskog snimanja za potencijalno ulaganje kojima potvrđuje da je ulaganje u skladu s investicijskom strategijom AIF-a te ih redovito ažurirati. Kada je primjenjivo za kategorije imovine u koje se ulaže, potrebno je prvo utvrditi poslovni plan ulaganja u skladu s tržišnim uvjetima i trajanju AIF-a, zatim pronaći potencijalno ulaganje koje je u skladu s planom te ga procijeniti u odnosu na mogućnosti i rizike i financijske i pravne, ljudske resurse te izlazne strategije. O provedenim aktivnostima, a prije sklapanja ugovora, UAIF mora imati vjerodostojnu dokumentaciju kojom će moći dokazati dosljednost poslovnog plana te točno određenog vremena potrebnog za njegovo ostvarenje (odnosno točno određeno vrijeme trajanja AIF-a).

U nastavku će se analizirati najčešći rizici i faktori koji se procjenjuju tijekom postupka dubinskog snimanja. Njih može biti nebrojeno mnogo, a ovise o vrsti društva kao i o djelatnosti kojom se portfeljno društvo bavi. Izdvojit će se kao najučestalije, analizu financijskih pokazatelja, analizu uprave i korporativne strukture, analizu uvjeta poslovanja i položaja portfeljnog društva na tržištu, analizu poslovnog procesa, udjela na tržištu, pravnu analizu i analizu ESG čimbenika.

U postupku dubinskog snimanja UAIF procjenjuje financijski položaj i sposobnost portfeljnog društva na temelju godišnjih financijskih izvještaja o poslovanju za prethodnu godinu (ako postoje) i aktualnih podataka o upravi, uvjeta poslovanja i položaja koji klijent ima na tržištu.<sup>970</sup> Kada je u pitanju analiza financijskih pokazatelja, oni su s jedne strane odraz prošlog poslovanja, odnosno povijesni prikaz, ali mogu biti i temelj za procjenu budućega poslovanja portfeljnog društva.<sup>971</sup> Ona se provodi analizom novčanog tijeka. Novčani tijek (engl. cash flow), jedan je od temeljnih financijskih izvještaja (uz bilancu i račun dobiti i gubitka te

---

<sup>968</sup> Zetzsche, Dirk A., Eckner, David, Risk Management, u: Zetzche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 14., str. 323-390., str. 364.

<sup>969</sup> Dokumente o provedenom dubinskom snimanju UAIF je dužan čuvati pet godina. Treba sačuvati i zapisnike s važnih pregovora ili sastanaka, kao i ekonomske i financijske analize koje su bile podloga za izradu ugovora. ESMA Final Report, op. cit., bilj. 714.

<sup>970</sup> Analiza financijske pozicije portfeljnog društva provodi se na osnovi temeljnih godišnjih financijskih izvještaja: bilance, računa dobiti i gubitka i izvještaja o novčanom tijeku.

<sup>971</sup> Izračunava se i analizira profitabilnost portfeljnog društva (povrat na aktivu i kapital, operativna i neto marža dobiti), financijska poluga (dug prema kapitalu i imovini, sposobnost otplate dugoročnih kredita, pokrivenost obveza po kamatama), efikasnost portfeljnog društva (koeficijent obrtaja ukupne i kratkotrajne imovine, potraživanja od kupaca i prosječni period naplate potraživanja, obveze prema dobavljačima i prosječni period plaćanja obveza) te likvidnost portfeljnog društva.

izvještaja o promjenama kapitala) koji prikazuje raspored primitaka i izdataka novca (gotovine), te pruža informacije o primitcima i izdancima s osnove poslovnih i finansijskih aktivnosti portfeljnog društva u obračunskom razdoblju (obično prikaz na godišnjoj razini). Stoga je analizom novčanog tijeka portfeljnog društva kroz prethodna razdoblja moguće utvrditi: kako je portfeljno društvo u prethodnom razdoblju upravljalo novcem, odnosno svojom likvidnošću, je li bilo sposobno za plaćanje, koje su aktivnosti bile izvor novčanih prihoda, može li portfeljno društvo podmirivati svoje obveze prema vjerovnicima, koji su primarni izvori financiranja portfeljnog društva, kao i kvaliteta tih izvora. Također, UAIF na temelju te analize može procijeniti potrebu portfeljnog društva za novcem u budućem razdoblju u skladu s njegovim poslovnim aktivnostima te moguće probleme s likvidnošću u budućem razdoblju.<sup>972</sup>

U analizi uprave i korporativne strukture procjenjuje se kvaliteta i kredibilitet uprave portfeljnog društva, njihova sposobnost izrade i objave finansijskih izvještaja, kvaliteta samih finansijskih izvještaja te korporativna struktura portfeljnog društva i njegova pripadnost grupi povezanih društava. Istraživanja su pokazala da između svih analiziranih pokazatelja ono što daje najveću vrijednost VC/PE pri ocjeni ulaganja jest poduzetnik / portfeljno društvo i njegov tim.<sup>973</sup>

Kada se govori o analizi uvjeta poslovanja i položaja portfeljnog društva na tržištu, naglasak se stavlja na granu djelatnosti kojoj portfeljno društvo pripada, njegovom položaju na tržištu, karakteristikama poslovnog i proizvodnog procesa, postojanje ili nepostojanje sudskih sporova protiv portfeljnog društva te pitanja povezana s ekologijom. Analiza obuhvaća gospodarstvenu važnost i obilježja gospodarske grane unutar određenog tržišta, čimbenike potražnje, ponude i cijene, a sve zajedno se promatra u usporedbi s finansijskim pokazateljima za određenu granu djelatnosti.<sup>974</sup>

Analiza poslovnog procesa obuhvaća ekspertizu kvalitete i raznovrsnosti proizvoda/usluga te prihvaćenost tih proizvoda/usluga na tržištu, tržište nabave, tehničko-tehnološki aspekt poslovanja, broj zaposlenih i njihovu strukturu te postojanje certifikata vezanih uz kvalitetu te međunarodnu standardizaciju poslovnih procesa.<sup>975</sup>

---

<sup>972</sup> Ludovic, Phalippou, Private equity funds performance, risk and selection, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., pogl. 3., str. 113-137.

<sup>973</sup> Vidi više: Zacharakis, Andrew, Shepard, Dean A., op. cit., bilj. br. 888., str. 177-215.

<sup>974</sup> Mason, Colin, Venture Capital: A geographical perspective, u: Landström, H. (ed.), op. cit., br. 8., pogl. 3., str. 86-112.

<sup>975</sup> Zacharakis, A., Shepard, D. A., op. cit., bilj. br. 888., str. 177-215.

Analizom tržišnog udjela i konkurencije istražuje se na kojim će sve tržištima portfeljno društvo djelovati, s obzirom na konkurenciju (monopol, koncentraciju nekoliko velikih i/ili veliki broj malih subjekata), reguliranost tržišta, udjela portfeljnog društva na tržištu, reputaciju portfeljnog društva na tržištu, mogućnosti ulaska novih konkurenata, borbom protiv korupcije portfeljnog društvo (cijenama, paletom proizvoda, kvalitetom usluga ili nečim drugim), mogućim lokacija portfeljnog društva u odnosu na konkurenciju (tržište nabave i prodaje).

Analizom pravnih pitanja utvrđuje se mogući sudski sporovi te u kojoj se mjeri oni mogu negativno ili pozitivno odraziti na buduće poslovanje portfeljnog društva. Utvrđuje se osnova po kojoj je određena tužba nastala i ocjenjuju se eventualni rizici koji iz nje proizlaze i koji mogu utjecati na likvidnost pri podmirivanju obveza portfeljnog društva.<sup>976</sup>

Analiza ESG čimbenika, tzv. ESG ocjena, ocjena je koja se dodjeljuje portfeljnom društvu, a temelji se na pristupu društva prema: okolišu (engl. environment), npr. način na koji portfeljno društvo upravlja klimatskim i okolišnim rizicima, utjecaj poslovanja na zagađenje okoliša i korištenje resursa,<sup>977</sup> društvu (engl. social), npr. briga društva za ljudska prava i prava radnika, briga o zdravlju i sigurnosti radnika i odgovornosti prema kupcima – potrošačima te usvojenim praksama upravljanja (engl. governance), npr. transparentnost u upravljanju društvom, vrste internih akata te borbi protiv korupcije. ESG analizom procjenjuje se rizik održivosti - okolišni, socijalni ili upravljački događaj ili uvjet koji, ako do njega dođe može prouzročiti stvaran ili potencijalno negativan bitan učinak na vrijednost ulaganja. On omogućuje prepoznavanje uspješnosti ulaganja, jer se putem čimbenika održivosti prepoznaju koraci koji će dovesti do dugoročne održivosti i posljedično uspješnijeg poslovanja u budućnosti. Pomnom analizom svih tih rizika, ulagatelji mogu steći širi pogled na dugoročni potencijal društva, njihove prioritete i dugoročne rizike s kojima bi se društvo moglo susresti u budućnosti. Loša ESG ocjena pokazuje da društvo ne upravlja dobro svojim okolišnim, društvenim i upravljačkim rizicima u odnosu na konkurentna društva. No, nastavno na najnovije trendove vezane uz okoliš i održivo i odgovorno ulaganje, pri procjeni ovih nefinancijskih čimbenika bitno je prikazati kako su se pri dubinskom snimanju uzimali u obzir štetni učinci u odnosu na čimbenike održivosti rukovodeći se načelom „nečinjenja bitne štete“ te promicanja okolišnih

---

<sup>976</sup> Iz poslovne prakse autorice utvrđuje se rizik mogu li sporovi utjecati na djelatnost samoga portfeljnog društva ili njegovu reputaciju, materijalnost u odnosu na kapital društva i sl.

<sup>977</sup> Clercq, Dirk D., Manigart, Sophie, The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement, u: Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., pogl. 7., str. 193-218.



ili socijalnih obilježja i održivog ulaganja.<sup>978</sup> Uvrštavanje rizika održivosti<sup>979</sup> među obvezne faktore procjene rizika koje UAIF treba uvrstiti kod procjena metoda vrednovanja ulaganja čini se opravdanim.

Iz svega navedenog vidljivo je da je postupak dubinskog snimanja složen i da se procjeni portfeljnog društva pristupa iz različitih uglova, od onih koji su presudni - financijskih (npr. sposobnost društva da generira dobit) i onih nefinancijskih (održivih). No, ovi posljednji utječu više na reputaciju koje društvo ima u zajednici (društvena odgovornost, ekološka osviještenost i sl.). Sve su to čimbenici o kojima, na temelju rezultata analiza tekućeg poslovanja portfeljnog društva i zahtjeva/potreba portfeljnog društva te utvrđenog stupnja izloženosti portfeljnog društva predstojećim rizicima, ovisi odluka UAIF-a o ulaganju i to odgovorna odluka o ulaganju<sup>980</sup> u portfeljno društvo, uključujući i odluku o strategiji ulaganja. Seleksijski proces i aktivnosti koje UAIF provodi kako bi „snimio“ portfeljno društvo uobičajeno slijede standardizirani obrazac. Dubinsko je snimanje i skupocjeno, jer ga UAIF treba provesti kvalitetno i relativno brzo. Pravi timing<sup>981</sup> u tim transakcijama jedan je od uvjeta uspjeha cijele transakcije<sup>982</sup> zbog toga što se i okolnosti koje su predmet procjene mogu vrlo brzo promijeniti. Stoga na tom procesu rade timovi stručnjaka koji svojim ekspertnim znanjima mogu najbolje procijeniti stanje projekta / portfeljnog društva, a što u konačnici i poskupljuje cijelu transakciju.

Skup i dugotrajan proces dubinskog snimanja s jedne strane te s druge slojevitost informacijske asimetrije koju je prepoznala poslovna praksa, dvije su komponente koje je UAIF dužan staviti u omjer uspjeha i rizika poslovnog poduhvata. Tu leži i najveća snaga UAIF-a. Činjenica da se VC/PE fond svjesno usmjerava na ideju ili projekt / portfeljno društvo koje je podložno velikoj informacijskoj asimetriji, a zapravo toj ideji – projektu / portfeljnom društvu i tom tipu ulaganja VC/PE može dati najveću dodanu vrijednost, bilo kroz financijske poticaje ili pak kroz optimiziranje upravljanja. Stoga se može zaključiti da VC/PE koji su izloženi velikoj

---

<sup>978</sup> Vidi više u poglavlju: 4.4.2.2.2. Uredba SFDR, str. 286 i dalje.

<sup>979</sup> Vidi više: Delegirana Uredba Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane Uredbe (EU), 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnih investicijskih fondova trebaju uzeti u obzir, SL L 277/11, 2.8.2021.

<sup>980</sup> Vidi više u poglavlju: 4.4.1.1. Odgovorno (održivo) ulaganje – *Responsible Investment (RI)*, str. 270. i dalje.

<sup>981</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 518.

<sup>982</sup> Vrijeme određeno za kupnju ili prodaju portfeljnog društva je iznimno bitno za cijelu transakciju, a ono ovisi i o tržišnim faktorima, kao i o situaciji u određenoj industriji ili pak o stupnju tehnološkog razvoja proizvoda. Wright, Mike, *Private equity and management buy-outs*, u: Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., pogl. 11., str. 281-312., str. 296.

informacijskoj asimetriji najveće rezultate i dobit luče upravo iz nje, okrećući to stanje sebi u korist.<sup>983</sup> Kako to rade? Odgovor koji nam na to pitanje nudi financijska literatura je dobro strukturiranje ugovora i odabir najpovoljnijega financijskog instrumenta koji će pomoći poduzetniku u njegovu razvoju kako bi ga se usmjerilo prema zaradi te strukturiranje ugovora o ulaganju u kojem se detaljno pravno razrađuje ulagateljski cilj i usmjerava poduzetnička aktivnost portfeljnog društva. Preduvjet svega toga je premoćna pregovaračka snaga koju posjeduju.<sup>984</sup> Razvidno je da bi nakon precizno provedenog postupka dubinskog snimanja, procjena portfeljnog društva trebala biti objektivna. Na temelju nje će UAIF, ocijeni li ulaganje profitabilnim, odabrati najpovoljniji financijski instrument koji će uložiti u portfeljno društvo na način da ostvari najveći prinos. S obzirom na činjenicu da se UAIF unaprijed upoznao s rizicima i slabostima portfeljnog društva, UAIF će se učinkovito zaštititi od navedenih rizika te će tijekom trajanja ulaganja moći njima lakše upravljati s pomoću instrumenata korporativnog upravljanja.

### 3.2.3. Pregovori i ugovaranje

VC/PE slove kao najsofisticiraniji posrednici koji pronalaze prikladan financijski instrument putem kojeg će implementirati svoje ulaganje i alocirati kapital i kontrolna prava. Stoga je financijsko ugovaranje središnji dio procesa između ulagatelja, VC-a/PE-a i portfeljnog društva u koje ulaže fond. U literaturi se navodi, kako ne samo da je financijsko ugovaranje ono što PE/VC rade, već je to osnova onoga što oni jesu,<sup>985</sup> pa se može zaključiti da je složena konstrukcija financijskih dokumenata i pravna struktura VC/PE ugovora, odgovor na uvjete informacijske asimetrije. Nadalje, tržišni uvjeti, porezi,<sup>986</sup> institucionalni čimbenici kao financijska pismenost i tipovi VC-a/PE-a, mogu zajedno utjecati na odabrani financijski instrument kojim će se uložiti u portfeljno društvo.<sup>987</sup> Tehnike ulaska AIF-a u portfeljno društvo uvelike ovise o vrsti AIF-a te namjerava li UAIF uložiti u portfeljno društvo koje je uvršteno na uređeno tržište, što je rijetkost ili ulažu sredstva na način da kupuju manjinski udio u

---

<sup>983</sup> VC/PE donosi odluku o ulaganju u 50 % slučajeva u društvo koje se nalazi unutar 233 milje od njihova sjedišta. Razloga za takvo postupanje ima više: poznavanje domaćeg tržišta, zakona, reputacije, lokalnog doprinosa zajednici, pa time i podizanje rejtinga VC-e/PE-a te svakako i troškovi koje AIF ima pri odabiru ulaganja, kao i upravljanja ulaganjem u odnosu na vrijeme potrošeno na dolazak do destinacije – sjedišta novog društva u koje se ulaže. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 518.

<sup>984</sup> David, J. Denis, op. cit., bilj. br. 24., str. 311.

<sup>985</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 369-403.

<sup>986</sup> Porezni tretman ulaganja svakako znatno pridonosi načinu na koji će VC/PE unijeti svoj kapital i započeti ulaganje.

<sup>987</sup> Utvrđena su četiri razloga koja utječu na odabir vrijednosnice pri ulasku u portfeljna društva: troškovi, porezi, financijska pismenost i tržišni uvjeti. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 359.

društvu<sup>988</sup> ili kontrolni udio te radi li se o prijateljskom ili neprijateljskom preuzimanju portfeljnog društva.<sup>989</sup> O tim osnovnim odrednicama ulaganja ovisi i odabir financijskog instrumenta, odnosno vrijednosnog papira putem kojeg UAIF VC-u/PE-u tu namjeru nastoji ostvariti. Zapravo, može se govoriti o svojevrsnom tailor made pristupu.

Brojni su empirijski dokazi o tome da način i kultura ugovaranja ovise s jedne strane o nacionalnim osobitostima zakonodavnih okvira u kojima fondovi posluju te s druge o različitim tipovima VC-a/PE-a, kao i njihovoj stručnosti i iskustvu, ali i unutarnjoj korporativnoj strukturi.<sup>990</sup> No, Sjedinjene Američke Države predstavljaju golden standard na čijem su se tržištu razvile tehnike i pregovaranja i strukturiranja transakcija VC/PE kapitala.<sup>991</sup> Stoga s obzirom na to da se stranke, kada sklapaju transakciju nalaze u sferi primjene dispozitivnih propisa, u nastavku će se rada prikazati, kroz komparativnu pravnu i financijsku literaturu, tipične ugovorne odredbe koje su se razvile tijekom poslovne prakse, odnosno analizirati strukturiranje VC/PE transakcija putem kojih fondovi nastoje poboljšati svoj položaj pri ulasku u portfeljno društvo, ali istodobno misleći i na moment „izlaska“ te prenijeti rizik ulaganja što više na portfeljno društvo.<sup>992</sup>

### 3.2.3.1. Pravno strukturiranje transakcije

Ako VC/PE nakon vrednovanja portfeljnog društva ostane zainteresiran za portfeljno društvo započinju pregovori o ugovoru o ulaganju, koji nose različite nazive, ovisno o nacionalnom zakonodavstvu, ali najčešći su: ugovor o osnivanju (Certificate of Incorporation), ugovor o kupoprodaji dionica (Stock Purchase Agreeeent) ili sporazum dioničara (Shareholders Agreement).<sup>993</sup> U pregovorima VC/PE ima znatno premoćnu pregovaračku snagu budući da su UAIF-ovi sastavljeni od timova eksperata od financija, prava, eksperata za industriju ili proizvod kojim se portfeljno društvo bavi, za razliku od novog / ili slabog / ili oslabljenog

---

<sup>988</sup> VC uobičajeno stječe od 20 do 30 % udjela ili dionica u društvu, dok PE uobičajeno stječu većinski udio u ciljnom društvu. Vidi više: Şişmangil, Erdem H., op. cit., bilj. br. 945., str. 16.

<sup>989</sup> O pojmu prijateljskog / neprijateljskog preuzimanja vidi bilj. 519.

<sup>990</sup> VC u Njemačkoj koriste puno više zaštitne ugovorne odredbe negoli što se oslanjaju na dug i dužničko financiranje. Iskusniji fondovi su vještiji u zaštiti svojih prava i minimiziranju rizika transakcije kroz financijske *covenante*. Vidi više: Antonczyk, A., Breur, W. i Bretel, M., Venture capital in Germany: the role of venture capital firms expiriance, ownership structure, and agency problems, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 21., str. 571-599.

<sup>991</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 486.

<sup>992</sup> Smith, Gordon D., Venture Capital Contracting in the Information Age, 2 J. Small & Emerging Bus. L. (133), 1998., str. 134-175., str. 145., dostupno na: [https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=faculty\\_scholarship](https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=faculty_scholarship) (6.11.2020.).

<sup>993</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 486.

društva koje se pokušava domoći kapitala kako bi održalo na tržištu. Riječ je o društvu koje nema financijskih sredstava, a niti znanja kako bi se s tim timovima mogli nadmetati, pa tako vapeći za kapitalom ono većinom pristaje na velike ustupke, a da ih katkada uopće nije niti svjesno.

S obzirom na znatne informacijske asimetrije s obje strane, kao i s obzirom na to da uspjeh poduzetničkog poduhvata uvelike ovisi o motiviranosti samog poduzetnika / portfeljnog društva u koji VC/PE ulaže te da su to takva društva koja ne mogu iz svog redovitoga poslovanja jamčiti da će uredno otplaćivati pozajmljena financijska sredstva ulagateljima ili isplaćivati dobit ili dividende, to stavlja UAIF pred odluku da odabere s kojim će financijskim instrumentom uložiti u portfeljno društvo. Kroz poslovnu praksu su se ustalile odredbe u VC/PE ugovorima putem kojih UAIF utječe na prava kojima kontrolira novčane tokove ili donošenje određenih odluka.<sup>994</sup> Time ne samo da se rješavaju pitanja dinamike i uvjeta povrata uloženog novca, nego se utvrđuju svi financijski instrumenti koje će VC/PE koristiti, buduća korporativna struktura te uređenje korporativnog upravljanja u portfeljnom društvu kroz novu upravu u društvu i sl., putem koje će UAIF doći do cilja.

No, kako se to postiže? Financijska literatura predlaže dva rješenja. Prvo, da su ugovori sastavljeni na način da optimiziraju poduzetnika u njegovu razvoju kako bi ga usmjerili prema zaradi, tzv. cash flow rights i drugo, da je točno određeno tko odlučuje o pravcima i aktivnostima unutar portfeljnog društva, tzv. control rights.<sup>995</sup> Iz tog razloga ugovori - Covenants<sup>996</sup> trebaju objedinjavati poduzetnikovu spremnost / spremnost portfeljnog društva da maksimizira vrijednost kapitala koji je pritekao, da su ulagatelji aktivno uključeni u upravljanje u portfeljnom društvu te da ulagateljima ostane pravo „izlaska“ iz ulaganja ako ocijene ulaganje neisplativim.

Prije nego što portfeljno društvo dobije prvu financijsku injekciju od UAIF-a, redovne dionice portfeljnog društva - common equity, drže uobičajeno osnivači, zaposlenici i „poslovni anđeli“. S nedostatkom kapitala, portfeljno društvo kreće u potragu za novim, svježim kapitalom na način da izdaje nove emisije dionica i to uobičajeno povlaštene dionice, tzv. preferred equity.

---

<sup>994</sup> Svi oblici vrijednosnih papira koji omogućavaju ulagatelju stjecanje kapitala ili udjela u korporativnoj strukturi u društvu nazivaju se *residual claims*. Ako se poveća vrijednost dionica povećava se i vrijednost portfeljnog društva, dok se kapital koji omogućava ulagateljima fiksni povrat na ulaganje toliko dugo dok je poduzetnik sposoban vraćati obvezu u cijelosti naziva *fixed claims*. Široka je paleta, tzv. dužničkih i vlasničkih instrumenata, pri čemu su dužnički oni koji imaju fiksnu obvezu povrata. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit. bilj. br. 25., str. 450-475.

<sup>995</sup> David, J. Denis, op. cit., bilj. br. 21., str. 311.

<sup>996</sup> Ibid., str. 313.

Svaka sljedeća runda financiranja može nositi novo izdanje povlaštenih dionica. VC/PE može sudjelovati u više rundi financiranja te time steći i više serija (izdanja) dionica koje mogu nositi i različita prava.<sup>997</sup> Prava koja mogu nositi povlaštene dionice proizvod su poslovne prakse te rezultat pregovora između UAIF-a i poduzetnika / portfeljnog društva.<sup>998</sup> Ako društvo loše posluje, s povlaštenim dionicama<sup>999</sup> VC/PE osigurava svojim tražbinama prvenstveni red naplate u slučaju stečaja ili likvidacije. Ugovorom se može odrediti i situacije kada je VC/PE dužan obvezno konvertirati povlaštene dionice.<sup>1000</sup>

Kada je riječ o strukturiranju, odnosno krojenju financijskog instrumenta prema potrebama ulaganja, VC/PE često ulažu i u konvertibilne obveznice<sup>1001</sup> (engl. convertible preferred stock)<sup>1002</sup> koje UAIF-u daju prioritet u naplati, iako ne daju pravo glasa, a pri izlasku iz ulaganja mogu se zamijeniti u redovne dionice (za razliku od non-convertible preferred stock).<sup>1003</sup> Takvi načini financiranja fondova poznati su i kao mezanin financiranje.<sup>1004</sup> Naime, kupujući vrijednosne papire koji imaju svojstvo i dužničkog i vlasničkog papira, npr. konvertibilne obveznice, oni omogućuju UAIF-u da, i generira dobit kada portfeljno društvo poraste na tržištu zamjenjujući ih za dionice (engl. equity), a i cijelo vrijeme ostvaruje dobit kroz kamate, koje

---

<sup>997</sup> VC omogućava 10 % više savjete portfeljnom društvu koje financiraju s konvertibilnim dionicama – veći postotak vlasništva u portfeljnom društvu uvelike povećava broj sati koji UAIF ulaže u poduzetnika. VC koji ima veća kontrolna prava, ulaže više napora (30 %) negoli u ona društva u kojima ima manja kontrolna prava. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 489.

<sup>998</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 491.

<sup>999</sup> Velike su razlike u ugovaranju prava iz takvih dionica između Europe, SAD-a i Kanade, a najčešće u odnosu na porezne aspekte. Vidi više: Leisen, Dietmar, Valuing common and preferred shares in Venture Capital Financing, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 25., str. 425-447.

<sup>1000</sup> Ako portfeljno društvo izađe s javnom ponudom, a VC/PE ne sudjeluje u određenom omjeru u skladu s prethodnim dogovorom ili kada VC/PE drži manjinski udio u portfeljnom društvu, a većina dioničara/udioničara odluči u korist konverzije. *Ratio* glasovanja većinskih ulagatelja za konverziju povlaštenih u redovne dionice, jest mogućnost boljeg dogovora ulagatelja koji drži većinski udjel u sudjelovanju u novom izdanju dionica, jer on time dogovara povoljnije uvjete, odnosno nižu cijenu stjecanja financijskog instrumenta. Vidi više: Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 491.

<sup>1001</sup> Zamjenjive obveznice (njem. *Wandelschuldverschreibungen*, engl. *Convertible bonds*) jamče imateljima da u određenom roku obveznice mogu zamijeniti u dionice ili im daju pravo prvenstva pri upisu novih dionica. U tom slučaju imatelj zadržava potraživanje prema društvu iz zamjenjivih obveznica, a uz to ima prvenstvo pri upisu dionica koje stječe uplatom svota za izdane dionice. Između povlaštene dionice i obveznice postoji razlika. Naime kod povlaštenih dionica dividenda se imateljima isplaćuje samo ako je društvo uspješno poslovalo i ako postoje uvjeti da se dividenda dijeli. Kod obveznice, društvo isplaćuje kamate imatelju obveznice bez obzira na uspjeh društva. Vidi više: Gorenc, Vilim, Zvonimir, Filipović, Vladimir, Brkanić, Vlado, Komentar, op. cit., bilj. br. 648., str. 192. Istraživanja su pokazala da VC češće ulažu u konvertibilne obveznice. Vidi više: Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 455.

<sup>1002</sup> Vidi više David, J. Denis, op. cit., bilj. br. 21., str. 301-326.

<sup>1003</sup> Levin, Jack. S., op. cit., bilj. br. 7., str. 1-5, para. 103.

<sup>1004</sup> Mezanin financiranje u poslovnom je svijetu relativno čest oblik pribavljanja kapitala. To je hibridni instrument koji kombinira financiranje dugom i vlasničkim kapitalom, otplaćuje se uz ugovorenu kamatnu stopu te je nepovlašteno u odnosu na kreditore što ga čini *per se* skupljim oblikom financiranja društva.

im pripadaju kroz dužnički odnos koji počiva na obveznicama, pa tako cijelo vrijeme ostvaruju dotok novca (kroz obveznicu ili dionicu).<sup>1005</sup>

Radi što bolje prevencije rizika, VC/PE vrlo često koriste financiranje po etapama (engl. staged financing) i sklapanje ugovora (engl. incentive contract) kojima se dogovara bilo nagrada ili kazna u slučaju postizanja i/ili nepostojanja neke poslovne prekretnice (engl. milestone). To znači da UAIF ulaže onoliko kapitala koliko je bilo predviđeno do postizanja neke poslovne prekretnice u poslovanju društva, odnosno nastupa nekoga poslovnog događaja. Ako poduzetnik nije uspio osigurati nastup predviđene poslovne prekretnice UAIF može, ili znatno smanjiti svoje ulaganje, ili ga prekinuti u cijelosti i time zaštititi svoje ulaganje. Time je sposoban minimalizirati rizik i pratiti portfeljno društvo u skladu s utvrđenim poslovnim planom po etapama. Ako cilj nije postignut, ulagatelj ne mora dalje sudjelovati u ulaganju, već može prodati svoj udjel ili jednostavno prestati / obustaviti financiranje. To je jedna od zaštitnih odredbi koja omogućuje UAIF-u da izađe iz ulaganja ako utvrdi da ono ne donosi dobit. Tim svojim pravom UAIF ne samo da si osigurava izlaz iz ulaganja, ali i potiče poduzetnika na bolji rezultat i ujedno ga kontrolira.<sup>1006</sup>

VC/PE može tijekom etapa financiranja i promijeniti pravnu narav svog ulaganja na način, da ulaganje koje je prvotno bilo zamišljeno kao equity ulaganje (uz snošenje rizika ulaganja) konvertira u zajam s fiksnim rokovima otplate. No postoji i tzv. stand-alone rounds, kojim VC/PE i poduzetnik / portfeljno društvo kroz novi ugovor, nakon što obje ugovorne strane utvrde da i dalje imaju zajednički interes (ovdje nema prethodno ugovorene obveze već se ona javlja tijekom procesa ulaganja), nastavljaju s novim ciklusom ulaganja i kreću u drugu rundu, ponovno pregovarajući o uvjetima ulaska u portfeljno društvo.<sup>1007</sup> Potreba za takvim ulaganjem po etapama prestaje kada portfeljno društvo postane više etablirano i stekne bolju reputaciju.<sup>1008</sup>

VC/PE ulaže u etapama prvenstveno jer se osigurava od neuspjeha ili nedovoljnog uspjeha ulaganja, odnosno loših scenarija.<sup>1009</sup> No, VC/PE koriste i opciju kojom se štite ako portfeljno

---

<sup>1005</sup> Wegman, Hanna Elizabeth, op. cit., bilj. br. 596., str. 92. S obzirom na to da su kamate na takvu vrstu financiranja uobičajeno visoke, portfeljna društva izbjegavaju takav način financiranja.

<sup>1006</sup> U Italiji se kao sredstvo pritiska ugovora i „pravo veta“ koje se obično koristi u ranim etapama transakcije, jer fond u tom periodu želi imati najveći utjecaj na društvo. Vidi više: u Lener, Raffaele, Italy, Wymeersch Eddy, (eds.), op. cit., bilj. br. 89., str. 237-250.

<sup>1007</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 478-539.

<sup>1008</sup> 42 % posto novih etapa ulaganja ugovara se različito od prethodne etape, a svega 9 % ima potpuno drukčiji ugovor od prethodno zaključenog. Vidi više: ibid., str. 486.

<sup>1009</sup> Gompers, Paul, Optimal Investment, Monitoring, and Staging of Venture Capital, Journal of Finance, vol. 50, br. 5(1995), str. 1461-1489.

društvo ostvari zadane miljokaze iznad očekivanja. Za taj slučaj uglavljaju se klauzule o pravu prvokupa, tzv. *right of first refusal*<sup>1010</sup> koje im daju prava da prvi sudjeluju u ulaganju u sljedećoj etapi.

VC/PE, kao sofisticirani posrednici s ekspertnim timovima, svakako su brzo reagirati u kojem god da pravcu krene ulaganje. Drugim riječima, pomno su razrađeni svi scenariji postupanja ovisno o tome postiže li poduzetnik zadane miljokaze, odnosno poslovne prekretnice. U nastavku će se prikazati najčešće zastupljene ugovorne odredbe u poslovnoj praksi, kojima VC/PE stječu dodatna prava uz financijski instrument putem kojeg ulaze u portfeljno društvo.

#### 3.2.3.1.1. Dodatna prava koja stječe alternativni investicijski fond uz financijski instrument

VC/PE stječe određena dodatna prava pri kupnji financijskog instrumenta – vrijednosnog papira, kojima se određuje način isplate VC/PE i riječ je o pravima iz novčanog tijeka, tzv. *cash flow rights*. U skladu s taksonomijom koju uvode Bengtsson i Ravid,<sup>1011</sup> prikazat će se šest ugovornih odredbi koje se u poslovnoj praksi najčešće ugovaraju kao dodatna prava koja VC/PE stječe pri stjecanju povlaštenih dionica.<sup>1012</sup> Radi se o ugovornim odredbama koje jamče pravo na kumulativnu dividendu (engl. *cumulative dividends*), likvidacijskim pravima (engl. *liquidation preference*), odredbama o zabrani razvodnjavanja (engl. *anti-dilution right*) te odredbama vezanim uz otkup (engl. *redemption right*) i *pay to play* odredbi.

Pri ulasku u portfeljno društvo, ako UAIF stječe dionice – može steći redovne dionice (engl. *comon equity shares*), no najčešće stječe povlaštene dionice<sup>1013</sup> (engl. *preferred equity*).<sup>1014</sup> Dionice se mogu izdavati u više izdanja, a svako od tih izdanja dionica može svom nositelju dati različita prava u odnosu na ono iz prethodnog izdanja. Takva dodatna prava koje VC/PE stječe uz financijski instrument rezultat su pregovora između VC/PE i portfeljnog društva. Jedno je od takvih prava *cumulative dividends*, gdje se dividenda ne isplaćuje VC/PE na

---

<sup>1010</sup> Tu spada odredba *cosale rights*, koja služi kao zaštita VC/PE, tj. ako se poduzetnik/udioničar odluči prodati portfeljno društvo ili njegov dio novom vlasniku dužan ga je ponuditi prvo VC-u/PE-u. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 374-381.

<sup>1011</sup> Bengtsson, Ola, Ravid, Abraham S., *The Geography of Venture Capital Contracts*, Working Paper, University of Illinois at Champaign-Urbana and Yeshiva University, op. cit., bilj. br. 27., str. 3-43.

<sup>1012</sup> Autori ističu da što je uspješnost portfeljnog društva manje izvjesna, VC/PE ugovaraju više *cash flow rights*. Vidi više: Bengtsson, Ola, Sensoy, Berk A., *Changing the Nexus: The Evolution and Renegotiation of Venture Capital Contracts* (April 26, 2013). *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, str. 1-46., dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1475347> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1475347> (28.2.2021.).

<sup>1013</sup> Povlaštene dionice su dionice koje imateljima daju neka povlaštena prava, npr. pravo prvenstva pri isplati dividende ili isplati ostatka likvidacijske ili stečajne mase itd. Vidi više: Gorenc, Vilim, Zvonimir, Filipović, Vladimir, Brkanić, Vlado, *Komentar*, op. cit., bilj. br. 594., str. 402. Vidi više: članak 167. i 296. ZTD-a.

<sup>1014</sup> Levin, J. S., op. cit., bilj. br. 7., str. 1-53., para. 103.

godišnjoj bazi, već se one kumuliraju te se isplata vrši kada portfeljno društvo bude prodano<sup>1015</sup> ili likvidirano - liquidation preference.<sup>1016</sup> Prava koja se ostvaruju pri likvidaciji mogu se ostvariti na dva načina. Prvo, ako VC/PE drži konvertibilne povlaštene dionice, tada VC/PE ima dvije mogućnosti: ili će konvertirati povlaštene dionice u redovne ili će ostvariti pravo na isplatu. Druga je mogućnost da VC/PE ostvari pravo i na isplatu i na konverziju svojih povlaštenih dionica u redovne, dakle ne mora birati, već ostvaruje oba prava.<sup>1017</sup>

Odredbe o zabrani razvodnjavanja (engl. anti delution rights) su zastupljene u 98 % VC/PE ugovora.<sup>1018</sup> O čemu je tu zapravo riječ? Prvotno se ulaganje može razvodniti na dva načina i to: prvo kao smanjenje postotnog udjela u temeljnom kapitalu. To se događa kada dolazi do novih ulaganja i povećanja temeljnog kapitala u portfeljnom društvu. Tada odredbe antidilution rights štite VC/PE na način da udio u temeljnom kapitalu postotno ostaje isti (engl. percentage dilution). Drugi način je u slučaju nove emisije dionica, koje se izdaju za cijenu manju od one po kojoj ju je kupio VC/PE. U tom slučaju ako VC/PE odluči izvršiti konverziju svojih povlaštenih dionica, VC/PE ima pravo na ime jedne svoje dionice steći više redovnih dionica (engl. economic dilution). Time odredba štiti VC/PE da očuva svoju ekonomsku vrijednost.<sup>1019</sup>

Kada ugovori između VC-a/PE-a i portfeljnog društva sadrže odredbu da VC/PE može izaći iz portfeljnog društva i ostvariti isplatu pod uvjetom da konvertira povlaštene dionice u redovne, omjer konverzije je uobičajeno jedan naprama jedan.<sup>1020</sup> No, omjer se može izmijeniti ovisno o ugovornim odredbama i financijskom razvoju društva. Ako ugovor daje antidilution rights povlaštenim dionicama VC-a/PE-a, VC/PE će biti ovlašten steći veći broj redovnih dionica za povlaštene dionice ako portfeljno društvo krene u novo izdanje dionica. Pri takvom novom

---

<sup>1015</sup> Pod pojmom „likvidirano“ podrazumijeva se i spajanje, pripajanje društva, akvizicija ili bilo koji događaj koji dovodi do prestanka portfeljnog društva. Autor ističe da većina ugovora imaju *auto converzion rights*, tj. u slučaju da portfeljno društvo ide u javnu ponudu dionica sve povlaštene dionice se pretvaraju u redovne dionice. Vidi više: Bengtsson, Ola, Ravid, Abraham S., op. cit., bilj. br. 27., str. 24. Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 491.

<sup>1016</sup> Ibid., str. 492. I tzv. *cumulative dividends* i tzv. *liquidation preferece* imaju prednost pri naplati ispred redovnih dionica.

<sup>1017</sup> Vidi više: ibid., str. 25.

<sup>1018</sup> Autor ističe da je to tzv. *boiler-plate clause*, budući da samo 2 % ugovora nema tako predviđenu klauzulu. Vidi više: ibid., str. 26.

<sup>1019</sup> Jedna od najzastupljenijih klauzula VC/PE jest, tzv. *full ratchet protection* kojom se ugovara da će se u slučaju konvertiranja povlaštenih dionica one konvertirati po prodajnoj cijeni novih dionica. Vidi više: Williams, Spencer: *Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms*, *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, vol 23, br. 105(2017), str. 106-160., str. 131. Dostupno na: <https://digitalcommons.law.ggu.edu/pubs> (14.6.2020.). Više o odredbama o zabrani razvodnjavanja vidi i: David, J. Denis, op. cit., bilj. br. 24., str. 301-326., McVea, Harry, United Kingdom, u: Wymeersch, E. (ed.), *Alternative Investment Fund Regulation*, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., op. cit. br. 89., str. 343-399.

<sup>1020</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 494.



izdanju, dionice će biti izdane za cijenu nižu od prethodnog izdanja (engl. down-round). Kako se takve odredbe uvijek ugovaraju kroz VC/PE ugovore, a VC/PE želi zadržati svoju glasačku ali i ekonomsku premoć u društvu, onda je cilj VC-a/PE-a da ugovori takve zaštitne odredbe kojima će omjer zamjene povlaštenih dionica za redovne dionice biti puno veći u korist VC-a/PE-a.

S odredbama koje pribavljaju redemption rights VC/PE osigurava svoj položaj pri izlasku. PE/VC je dužan ponuditi dionice/udjele, a portfeljno društvo ih je dužno otkupiti. Time VC/PE ima mogućnost povrata svog inicijalnog ulaganja nakon prethodno određenog perioda.<sup>1021</sup> Pravo otkupa tzv. redemption rights<sup>1022</sup> može imati razne pojavne oblike. Pod pojmom „otkupa“ smatra se bilo kakva nazadprodaja dionica / udjela od portfeljnog društva prema cijeni unaprijed određenoj ugovorom.<sup>1023</sup> Pravo na otkup najčešće se pojavljuje u tri oblika: kao „obvezno pravo na otkup“, koje se pojavljuje vrlo rijetko i predstavlja sigurnost za AIF ako portfeljno društvo do nekog trenutka ne postigne unaprijed zadani cilj, a VC/PE ne vidi više korist od toga ulaganja. Tada ima pravo zahtijevati od portfeljnog društva otkup svojih udjela. To je znak da ulaganje ne ispunjava očekivanja AIF-a, VC/PE izlazi iz ulaganja te će alocirati svoja sredstva u neko drugo portfeljno društvo.<sup>1024</sup> Može se pojaviti i kao „put“ opcija ulagatelja koja je vrlo slična obveznom otkupu. Ona daje manjinskom dioničaru/članu društva pravo, ali ne i obvezu da proda udjele. Ta opcija ovisi o volji AIF-a i uvelike je fleksibilniji instrument. On nije pogodan za portfeljno društvo jer u slučaju neslaganja portfeljnog društva i UAIF-a, UAIF će zatražiti otkup, a portfeljno društvo će ostati bez kapitala. Često za „put“ opciju vrijedi da portfeljno društvo može isplatiti VC/PE u obrocima. Treći je oblik „call“ opcija portfeljnog društva, što znači da će društvo ponuditi otkup dionica/udjela od AIF-a. Time se forsira izlazak AIF-a iz ulaganja na inicijativu portfeljnog društva. Ove su odredbe važne za VC/PE ulagatelje s obzirom na to da ulažu u neuvrštena zatvorena društva, s malim brojem ulagatelja, ne mogu izaći iz ulaganja kada god zažele, već su podložni lock up razdobljima, stoga se VC/PE

---

<sup>1021</sup> Kaplan i Stromberg izvještava da se takva pridržana prava ugovaraju u 79 % VC financijskih ugovora na rok od pet godine, Denis, D.J., Entrepreneurial finance, op. cit., bilj. br. 21., str. 314.

<sup>1022</sup> Vidi više: Smith, Gordon D., The Exit Structure of Venture Capital, op. cit., bilj. br. 486., str. 347 -349., vidi više i: Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 494.

<sup>1023</sup> Uobičajeno se ugovara nazadprodaja portfeljnom društvu na način da: jednu trećinu od svih svojih udjela/dionica PE/VC proda nakon pet godina ili jednu trećinu nakon šest godina i ostalu jednu trećinu nakon sedam godina. Vidi više: loc. cit.

<sup>1024</sup> U tom slučaju VC prisiljava portfeljno društvo da ga isplati, što posljedično dovodi do likvidacije portfeljnog društva. Vidi više: Bengtsson, Ola, Ravid, Abraham S., ibid., op. cit., bilj. br. 27., str. 27.

unaprijed ugovorenim odredbama brani od „neželjenih ulagatelja“, odnosno onih ulagatelja koji ne dijele istu viziju.<sup>1025</sup>

Kada je ugovorom predviđeno da će VC/PE sudjelovati u sljedećim etapama financiranja, ugovara se i *pay to play* odredba.<sup>1026</sup> Njome je VC/PE po ispunjenju nekoga cilja portfeljnog društva dužno osigurati daljnje financiranje portfeljnog društva kako bi i dalje ostvarivali neka dodatna prava. Ako VC/PE ne ispoštuje tako ugovorenu odredbu, posljedica je unaprijed predviđena i ugovorena. VC/PE tada gubi neka dodatna prava koja su mu do tada pripadala s osnova povlaštenih dionica,<sup>1027</sup> kao pravo zabrane razvodnjavanja tzv. *antidilution rights*,<sup>1028</sup> kao i prava koja su unaprijed dogovorena i dopuštaju dioničarima s povlaštenim dionicama da sudjeluju u donošenju određenih odluka u zadnjoj etapi svog ulaganja, tj. *exitu*.<sup>1029</sup>

### 3.2.3.1.2. Odredbe kojima se omogućuje kontrola alternativnom investicijskom fondu nad portfeljnim društvom

Pored prethodno navedenih pravnih tehnika kojima se osiguravaju novčani tijekovi, odnosno pravo na isplatu VC/PE u nekom od slučajeva likvidacije portfeljnog društva, ne manje važno je nad portfeljnim društvom imati kontrolu nad procesom upravljanja. Time VC/PE bilo kroz članska prava ili kroz upravu društva kontrolira svoje ulaganje. Stoga će se u skladu sa sistematizacijom koju su postavili Hart Oliver,<sup>1030</sup> Bengtsson i Ravid prikazati kontrolna upravljačka prava (engl. *control rights*), zatim zaštitne odredbe (engl. *protective provisions*) te prava koja omogućavaju izlazak VC-a/PE-a iz ulaganja (engl. *exit rights*).

Kako bi mogli aktivno nadzirati razvoj portfeljnog društva čijeg su članovi/ulagatelji u cilju njegove zaštite, VC/PE postavlja zahtjev prema portfeljnom društvu za kontrolnim /

---

<sup>1025</sup> Stevenson, Shannon Wells, *The Venture Capital Solution to the problem of the close corporation shareholders fiduciary duties*, str. 1139-1178., str.1161., dostupno na: [www.pdfsemanticscholar.org](http://www.pdfsemanticscholar.org) (2.12.2020).

<sup>1026</sup> Denis, D. J., op. cit., bilj. br. 21., str. 314., Ugovorna odredba *pay-to-play* se ugovara u 4 % slučajeva. Vidi više i: Bengtsson, Ola, Ravid, Abraham, S., op. cit., bilj. 27., str. 27.

<sup>1027</sup> Ako u odredbi stoji *with convert to preferred*, to će značiti da ulagatelj gubi neka ugovorena prava (uobičajeno *antidilution rights*) koja su vezana uz povlaštene dionice. Ako ugovorna odredba sadrži nazanku *with convert to common*, to znači da ulagatelj gubi sva ugovorena prava koja su bila vezana uz povlaštenu dionicu. Vidi više: Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 491.

<sup>1028</sup> Klauzulu o zabrani razvodnjavanja VC koriste u 95 % slučajeva prema istraživanju koje su proveli Kaplan i Stromberg. Vidi više: Denis, D. J., op. cit., bilj. br. 21., str. 314.

<sup>1029</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 495.

<sup>1030</sup> Autor ističe da vrijednost društva ovisi o alokaciji kontrolnih prava te se zalaže za, tzv. *control right approach*. Vidi više: Hart, Oliver, *Financial Contracting*; National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2001., str. 1-48., dostupno na: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=269214>: (28.2.2021.). Vidi više i: Bengtsson, Ola, Ravid, Abraham S., op. cit., bilj. br. 27., str. 25.

upravljačkim pravima, bilo u upravnom ili NO-a društvu,<sup>1031</sup> ili pravo na imenovanje članova uprave ili NO-a.<sup>1032</sup> S obzirom na to da sje riječ o ulaganju kod kojeg postoji informacijska asimetrija, uobičajeno je da VC/PE dobije mjesto u upravi ili NO-u portfeljnog društva jer želi nadzirati svoje ulaganje.<sup>1033</sup> No VC/PE ne dobiva nužno i toliki broj članova koji bi im omogućio prevladavajući utjecaj na donošenje odluka koje donose ta tijela.<sup>1034</sup> Provedena istraživanja pokazala su da je to tema o kojoj se najdulje pregovara.<sup>1035</sup> Kada se uprava društva (engl. board of directors) sastoji od 5.2 članova, jedno je od tih mjesta uvijek predviđeno za VC/PE koji financira u etapama. Ulagateljima koji imaju povlaštene dionice uobičajeno pripada 2.1 mjesta u upravnom odboru, običnim dioničarima 1.7 mjesta, dok ostatak od 1.4 mjesta se daje pojedincima koji su imenovani na zajednički prijedlog i VC/PE (imatelja povlaštenih dionica) dioničara i ostalih dioničara.<sup>1036</sup>

Iz tog razloga ugovore prate zaštitne odredbe (engl. protective provisions),<sup>1037</sup> koje su slične negative covenants koje se ugovaraju kod zajmova ili obveznica,<sup>1038</sup> a koje mogu biti ugovorene

---

<sup>1031</sup> Prema istraživanju koje su proveli Kaplan i Stromberg, VC kontrolira većinu upravljačkih tijela i takva se klauzula ugovora u 25 % slučajeva. Podatak preuzet iz: David, J. Denis: op. cit., bilj. br. 21., str. 314. Vidi više i: Burchard, Jens ... [et al.], Venture capital contracting in theory and practice, Implications for entrepreneurship research, Entrepreneurship: Theory and practice, vol. 40, br. 1 (2016.), str. 25-48., dostupno na: <https://openaccess.city.ac.uk/id/eprint/6065/6/> (3.11. 2020.).

<sup>1032</sup> Utset, Manuel A., Time-inconsistent preferences and venture capital contracting, u: Cumming, D. J. (ed.), op. cit., bilj. br. 21., str. 509-541, str. 514.

<sup>1033</sup> O oblicima interakcije između VC ulagatelja i portfeljnog društva nakon ulaganja vidi više u: De Clercq, Dirk, Manigart, Sophie, The Venture Capital Post-Investment Phase: Opening the Black Box of Involvement u Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., pogl. 7., str. 193-218. Navedeni autori razlikuju dvije vrste interakcija između portfeljnog društva i VC-a: postoje aktivnosti kojima se nadzire samo ulaganje (engl. *monitoring*) od onih aktivnosti u kojima VC zbog svoje stručnosti i profesionalnosti dodaje „vrijednost više“ portfeljnom društvu (engl. *value added*).

<sup>1034</sup> Često se postavlja i pitanje zašto fondovi ostvaruju bolje rezultate od ostalih društava. Odgovor koji nude mnoga istraživanja jest da je problem u upravi portfeljnih društava te da fondovi koji su sastavljeni od profesionalaca, dobro iskoriste prilike koje im se nude. S jedne strane visoka razina duga te zahtjev da plate dug, čini upravu efikasniju i ekonomičniju u pogledu troškova, s druge uvođenjem uprave u vlasničku strukturu dodatno poboljšava njihovu motiviranost i upravljanje društvima te su takva društva i njihova uprava stalno nadzirana i aktivno uključena u korporativne strategije. Uprave takvih društava sastavljene su od manje članova i samim time uvelike učinkovitije. PE – *business of buying and selling companies* je kao tema sveprisutna, osobito kada se postavlja pitanje je li takav način društveno prihvatljiv ili ne. Vidi više: De Fontenay, Elisabeth, Private Equity Firms as Gatekeepers, Review of Banking & Financial Law, vol. 33, (2014), str. 115-189., str. 131., dostupno na: [https://scholarship.law.duke.edu/faculty\\_scholarship/3103](https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3103) (21.01.2020.).

<sup>1035</sup> Zbog toga što članovi odbora mogu saznati vrijedne informacije o poslovanju društva te kontrolirati poduzetnika. Vidi više: Hellman, Thoas, Manju Puri, Venture Capital and the Professionalization of Startup Firms: Empirical Evidence, Journal of Finance, br. 57(2002), str. 169-197., dostupno na: <https://leeds-faculty.colorado.edu/Bhagat/VC-ProfessionalizationStartup.pdf> (12.3.2020.).

<sup>1036</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 495.

<sup>1037</sup> Ibid., str. 496. Vidi i: Utset, Manuel A., op. cit., bilj. br. 967., str. 509-540.

<sup>1038</sup> Sekuritizacijom financijskih obveza portfeljnog društva može se prevenirati događaje koji mogu uslijediti zbog nepodmirivanja dugova portfeljnog društva - zajmoprimca. Tme se unaprijed osigurava da novac ostane „zarobljen“ (engl. *trapped*) i zapravo pod kontrolom VC/PE. Jedan od takvih događaja je, npr. kršenje omjera pokrića duga. On može rezultirati time da VC/PE zatraži prijevremenu isplatu duga ili će se „zarobljeni“ novac

kao pravo veta (engl. veto rights). Pravo veta daje mogućnost VC-u/PE-u da se suprotstavi donošenju određenih operativnih ili financijskih odluka, kao što su odluke o prodaji ili kupnji neke materijalne imovine društva, promjene poslovnog plana ili pak zapošljavanja izvršnog direktora društva ili ključnih zaposlenika, dakle sve one bitne odluke koje su neposredno povezane s kontrolom ulaganja ulagatelja. To znači da, iako je odluka već de facto donesena, odnosno većina članova uprave/NO se usuglasila s njom, VC/PE ima pravo suspendirati tu odluku putem svojih članova. Istraživanja pokazuju da čak 92 % ugovora ima tako ugovorene zaštitne odredbe.<sup>1039</sup> Kod VC/PE društava, veto provisions se ugovaraju na način da ako portfeljno društvo ne ispunjava ciljeve u roku, a VC/PE i dalje želi ostati ulagatelj, portfeljno društvo mu prepušta opozvati postojeću i imenuje novu upravu društva te tako proba ostvariti željeni cilj.<sup>1040</sup> Problem koji se može javiti kod ugovorenih veto rights može biti deadlock. Radi se o situacijama kada manjinski dioničari mogu blokirati (engl. blocking minority) portfeljno društvo u poduzimanju nekih akcija, jer nema potrebne većine koja bi glasovala za odluku. Takve se situacije preveniraju ex ante ugovaranjem, tzv. tie-breakers odredaba, kojima se unaprijed ugovaraju metode rješavanja takvih situacija, a što uključuje imenovanje privremenih direktora ili primjenu obvezne arbitraže.<sup>1041</sup>

Poslovna praksa prepoznala je još jedan rizik kojeg je pokušala zaštititi ugovaranjem odredbe o „zabrani konkurencije“. Naime, jednom kada portfeljno društvo prikupi kapital, postoji opasnost da poduzetnik izađe iz ulaganja, odnosno da se odmetne od AIF-a te proba sam ostvariti poduhvat. U tom se slučaju ugovara, da poduzetnik nema pravo prodati svoje udjele unutar određenog vremenskog perioda te da se po izlasku iz portfeljnog društva nekoliko slijedećih godina neće baviti djelatnošću koja je bila „core bussines“ portfeljnog društva.<sup>1042</sup>

U poslovnoj praksi također se često primjenjuju varanti (engl. warrant). Ti financijski instrumenti koje izdaju portfeljna društva daju UAIF-u pravo (ali ne i obvezu) da kupi određeni broj dionica po fiksnoj cijeni u određenom vremenskom periodu. Kako su oni zapravo samo opcija za kupnju dionica (tzv. zaslađivači – kako bi se lakše prodale dionice, odnosno privukli

---

iskoristiti za otplatu duga. Vidi više: Bouvier, Laurent, Nisar, Tahir M., Designs and impacts of securitized leveraged buyouts, dostupno na: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2015.1009307> (7.6.2020.).

<sup>1039</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 496.

<sup>1040</sup> Vidi više: Stevenson, Shannon Wells, The Venture Capital Solution to the problem of the close corporation shareholders fiduciary duties, str. 1139-1178., str.1155-1156., dostupno na: [www.pdfsemanticscholar.org](http://www.pdfsemanticscholar.org) (2.12.2020.).

<sup>1041</sup> Vidi više: ibid., str. 1159.

<sup>1042</sup> Prema istraživanju koje su proveli Kaplan i Stromberga takva se klauzula ugovora u 70 % slučajeva. Vidi više: David, J. Denis, op. cit., bilj. br. 21.

potencijalni ulagatelji u portfeljnim društvima u kojima se još ili ne nazire gotov proizvod ili se čeka neka prekretnica u razvoju društva) oni ne donose ni dividendu, niti ostala članska prava iz dionica. Njih portfeljna društva izdaju kako bi u budućnosti povećali vlasnički kapital, a VC/PE preuzeo kontrolu u društvu.<sup>1043</sup>

Odredbe koje su obvezatan sastojak ugovora o ulaganju VC-a/PE-a pri ulaganju u portfeljno društvo, a koje ulaze u posebnu kategoriju kontrolnih prava su odredbe o exit-rights.<sup>1044</sup>

Tag-along rights su takve ugovorne odredbe koje daju pravo VC-u/PE-u kao manjinskom dioničaru / udjelničaru, da se priključi prodaji većinskog paketa dionica / udjela, koji se prodaje trećoj osobi. VC/PE tada može prodati svoj udio u cijelosti, pod istim uvjetima i cijeni kao i ostali te izbjeći situaciju da većinski udio stekne njima nepoznata osoba za koju ne znaju dijeliti njihovu poslovnu viziju.<sup>1045</sup>

Drag-along rights<sup>1046</sup> daju pravo VC-u/PE-u kao većinskom dioničaru/udioničaru, da prisili ostale male dioničare/udioničare, da se pridruže prodaji većinskog paketa udjela ili dionica koje drži VC/PE, te time uvuče u transakciju i male dioničare / članove društva pod istim uvjetima koji vrijede i za većinskog člana. To je dobro rješenje za VC/PE osobito kada VC/PE želi prodati i voljan je prihvatiti ponudu, ali ostali udioničari ili poduzetnik koji je puno više osobno uključen u sam poduhvat to ne želi. Tako unaprijed ugovorenim odredbom mora se usuglasiti s prodajom.<sup>1047</sup>

Slično i registration rights, kojima VC/PE ulagatelj zapravo izlazi iz portfeljnog društva na način da postavi zahtjev, tzv. demand rights za pokretanje inicijalne javne ponude (engl. initial public offer – IPO) koja će rezultirati uvrštenjem na burzu<sup>1048</sup> te tzv. piggyback rights, gdje zahtjev jednog VC/PE za izlaskom iz društva daje pravo drugom VC/PE zahtijevati isto.<sup>1049</sup> No

---

<sup>1043</sup> Omerhodžić, Sead, Varanti i konvertibilne hartije od vrijednosti: Tranzicija, vol. 14, br. 29(2012), str. 27-37. dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/86214> (16.1.2020.).

<sup>1044</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 496.

<sup>1045</sup> Chemla, Gilles... [et.al.], An Analysis of Shareholder Agreements, Journal of the European Economic Association, vol. 5, br. 1 (2007.), str. 93-121., dostupno na: [https://www.zora.uzh.ch/id/eprint/63184/1/Chemla\\_An\\_Analysis\\_of\\_Shareholder\\_Agreements.pdf](https://www.zora.uzh.ch/id/eprint/63184/1/Chemla_An_Analysis_of_Shareholder_Agreements.pdf) (6.11.2020.).

<sup>1046</sup> Wells, Stevenson Shannon, op. cit., bilj. br. 1040., str. 1161-1163.

<sup>1047</sup> Ibid., str. 1162. Ove se odredbe ugrađuju u društvene ugovore kako bi postale obvezujuće za ostale ulagatelje uz prethodnu suglasnost ostalih udioničara. To je i jedan od uvjeta ulaska VC/PE u portfeljno društvo. Naime, nužno je uzeti u obzir da su portfeljna društva VC/PE - SME društva i društva osnovana u obliku d.o.o. s visoko koncentriranom vlasničkom strukturom.

<sup>1048</sup> Engl. *registration rights* – kojima ulagatelj izlazi iz portfeljnog društva te se određuju kao zahtjev, engl. *demand rights* da se društvo uvrsti na burzu. Vidi više: Wells, Stevenson Shannon, op. cit., bilj. br. 1040., str. 1163.

<sup>1049</sup> Bengtsson, Ola, op. cit., bilj. br. 38., str. 497.

u tim se slučajevima mogu javiti i potencijalni sukobi interesa, posebno u slučaju sindiciranih ulaganja.<sup>1050</sup> To se događa ako u jednom ulaganju / portfeljnom društvu sudjeluje više AIF-ova koji mogu, ali i ne moraju biti predvođeni jednim UAIF-om. Svaki od tih AIF-a može imati drukčiji pogled na izlaz iz ulaganja, jer su možda osnovani s različitim vremenskim horizontom, ili su im strategije ili politike ulaganja različite. To su elementi o kojima UAIF vodi računa pri samom ulaganju kako bi se unaprijed prevenirali sukobi interesa te omogućio željeni izlaz iz ulaganja.

#### 3.2.4. Odnos upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva u slučaju stjecanja kontrolnih prava

Iz navedenog prikaza razvidno je da UAIF ulazi u portfeljno društvo u cilju optimizacije portfeljnog društva. Da bi to postigao mora nadzirati cjelokupni proces ulaganja te nastojiti steći što više „kontrolnih“ prava, čime će steći mogućnost da kao udioničar / dioničar portfeljnog društva utječe ili ima važnu značajnu prevagu u donošenju ključnih odluka za portfeljno društvo. No, ta je faktična situacija bremenita problemom sukoba interesa. Tako se primjerice, problem javlja kada se u dvojakoj funkciji pojavljuje osoba koju je UAIF imenovao za predsjednika / člana uprave portfeljnog društva ili člana NO portfeljnog društva, a ta je osoba ujedno i član uprave UAIF-a ili član NO UAIF-a. Interesi portfeljnog društva i UAIF-a koji vrši utjecaj na njegovo poslovanje, ne moraju se podudarati. Kao što je već rečeno, UAIF mora imati u vidu interese svojih ulagatelja, čiju dobit nastoji optimizirati, a dodatno je u tome motiviran jer se dio njegove naknade za upravljanje imovinom ulagatelja generira iz toga koliko je u tome uspješan (engl. performance fee). S druge strane, interes portfeljnog društva može se sastojati u postizanju još boljeg rasta i razvoja, a ne nužno u „proizvodnji“ dobiti, pa se oko toga pitanja UAIF i portfeljno društvo interesno mogu razići. Dakle, s jedne se strane pred člana uprave UAIF-a kao povjerenika AIF-a postavlja zahtjev postupanja AIF-a isključivo u najboljem interesu ulagatelja, pri čemu on mora postupati s povećanim stupnjem pažnje, pažnjom dobrog stručnjaka, a za što su relevantna i pravila struke i poslovni običaji. S druge strane, uprava portfeljnog društva je dužna pri donošenju odluka rukovoditi se pažnjom dobrog gospodarstvenika, brinuti se i skrbiti o interesima i društva i dioničara / udioničara društva.

---

<sup>1050</sup> Pojam sindicirana ulaganja označava više ulagatelja koji ulažu u jednoj fazi investicijskog procesa kako bi podijelili rizik ulaganja. Vidi više o sindiciranim ulaganjima, u: Cumming, D. J., Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting, *Journal of Business Venturing*, (2005), str. 573-622., str. 583-584.

Stoga se sasvim jasno postavlja pitanje može li takva osoba donijeti odluku koja će valjano uskladiti interese obje strane? Na koji način prevladati taj sukob interesa?

Osim što se navedeni sukob interesa pojavljuje na upravljačkoj razini, odnosno na razini, tzv. upravljačke funkcije u portfeljnom društvu, on se pojavljuje i na razini funkcije člana portfeljnog društva, kada UAIF sudjeluje u donošenju odluka na skupštini / glavnoj skupštini portfeljnog društva i zastupa s jedne strane interese svojih ulagatelja, ali je ujedno i dioničar, odnosno udjelničar portfeljnog društva. Na toj razini donošenja odluka također se postavlja pitanje čije je interese u tom slučaju UAIF dužan zastupati, odnosno dati im prednost – interese ulagatelja ili je dužan postupati kao lojalan član društva? Odnosno, postupa li kao lojalni član društva ako zastupa interese ulagatelja. Odgovori će se potražiti posežući za propisima prava tržišta kapitala, ali i propisima prava društava.

#### 3.2.4.1. Razlikovnosti dužne pozornosti uprave upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva

U pravnim sustavima zemalja kontinentalnog kruga obveza i odgovornost uprave društva regulirana je pravom društava.<sup>1051</sup> U njemačkom je pravu dužna pozornost i odgovornost članova uprave<sup>1052</sup> uređena AktG-om<sup>1053</sup> i istovjetna je odredbama hrvatskoga prava te određuje da uprava društva pri donošenju odluka mora voditi računa o interesima dioničara, društva, zaposlenika te javnim interesima.<sup>1054</sup> Obveza vjernosti društvu, njem. *Loyalitätspflicht*, uključena je u pravila o zabrani konkurencije,<sup>1055</sup> gdje se traži da se članovi uprave i NO suzdrže od svih radnji kojima bi moglo doći do sukoba interesa između člana uprave i društva. U francuskom,<sup>1056</sup> kao i slovenskom<sup>1057</sup> pravu nalazimo istovjetne obveze članova uprave i NO-a.

---

<sup>1051</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.5.1.2. Razvoj načela savjesnosti i poštenja u kontinentalnom pravnom europskom krugu, str. 126. i dalje.

<sup>1052</sup> Wagner, Gerhard, *Officers and directors Liability under the German Law – a Potemkin Village, Theoretical Inquiries in Law*, vol. 16., br. 1(2015), str. 69-106., dostupno na: <http://din-online.info/pdf/th16-1-4.pdf> (2.12.2020.).

<sup>1053</sup> Članak 93. AktG-a.

<sup>1054</sup> Uprava mora postići ravnotežu između interesa različitih sudionika, tzv. *teorija Konkordanztheorie*, u: Jurić, Dionis, *Pravo manjinskih dioničara na podnošenje tužbe u ime dioničkog društva protiv članova uprave i nadzornog odbora*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol 28, br. 1(2007), str. 541-586, str. 565.

<sup>1055</sup> Članak 88. AktG-a. Vidi više i: Jurić, Dionis, *ibid.*, str. 566.

<sup>1056</sup> U francuskom pravu članovi uprave i nadzornog odbora obvezuju se voditi poslove i zastupati društvo te čuvati poslovne tajne društva (članak L225-56, L225-64, i L225-92 Code de commerce).

<sup>1057</sup> U slovenskom pravu članovi uprave i NO d.d. moraju pri obavljanju svojih ovlasti postupati za dobrobit društva s pozornošću savjesnog i poštenoga gospodarstvenika i čuvati poslovne tajne društva (članak 263. stavak 1. Zakona

U pravnim sustavima zemalja anglosaksonskog kruga, članovi uprave dužni su u obnašanju dužnosti poštovati standarde fiducijarne pozornosti koja im je nametnuta zbog agency problema. Problem nastaje zbog razdvajanja „vlasničke“ i upravljačke funkcije u društvima, gdje se dioničar smatra ownerom koji je prepustio upravljanje svoje imovine menadžeru.<sup>1058</sup> Kao što UAIF kao upravitelj tuđe imovine ima povjereničku poziciju, tako je i menadžer društva u poziciji da upravlja tuđom imovinom, odnosno imovinom ownera. Zbog toga su se u UK i SAD-u iskristalizirala shvaćanja na koji način članovi uprave moraju postupati kada vode poslove društva „za račun vlasnika“. I opet korijene nalazimo u fiduciji<sup>1059</sup> koja kaže da se fiducijarna pozornost sastoji od duty of loyalty, odnosno da se članovi uprave u donošenju odluka moraju voditi interesima društva i dužne pozornosti, tzv. duty of care, a koja im nameće dužnost postupanja s dužnom pažnjom pri donošenju odluka.<sup>1060</sup> To čini okosnicu kojom se određuje opseg ovlasti, kao i utvrđenje odgovornosti članova uprave prema društvu i dioničarima.<sup>1061</sup> Prema pravu UK-a još se dodatno naglašava da članovi uprave i NO-a moraju voditi računa da ostvaruju svoje ovlasti u svrhu postizanja ciljeva zbog kojih su im one dane. To se načelo naziva proper purpose doctrine, a njime se ograničava načelo dužne pozornosti.<sup>1062</sup>

U hrvatskom pravu standard dužne pozornosti i odgovornosti članova uprave u d.d. propisan je u članku 252. ZTD-a na način da članovi uprave moraju voditi poslove društva s pozornošću

---

o gospodarskih družbah (ZGD-1 – ZGD-1K) – Uradni list RS, št. 42/06., 60/06., 26/07., 33/07., 67/07., 10/08., 68/08., 42/09., 65/09., 33/11., 91/11., 32/12., 57/12., 44/13., 82/13., 55/15., 15/17., 22/19., 158/20. i 18/21.).

<sup>1058</sup> Vlasnik povjerava menadžeru provedbu određenih zadataka u namjeri ostvarenja nekoga cilja te mu osigurava određena sredstva za ispunjenje tih ciljeva. Menadžer se angažira zbog nedostatka odgovarajućeg iskustva i znanja vlasnika te upravo tim delegiranjem ovlasti nastaje odnos vlasnik - menadžer. Njihov se odnos regulira ugovorom, kojim se nastoji pronaći način na koji će se pomiriti želja vlasnika da minimalizira naknadu menadžeru, menadžera da maksimizira vlastitu korist. Vidi više u: Armour, John, Hansmann, Henry, Krakman, Reinier, *Agency problems and Legal strategies, The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, 3 Oxford University Press, (2017), str. 29-48. Vidi i: Mishkin, Frederic S., Eakins G., op. cit., bilj. br. 747., str. 137-161. U našoj doktrini vidi više: Kršnjavi, Mladen, op. cit., bilj. br. 606. Goić, Srećko, op. cit., bilj. br. 606., str. 84.

<sup>1059</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.5.1. Značaj fiducijarne pozornosti upravitelja alternativnog investicijskog fonda za ugovorni odnos upravitelja alternativnog investicijskog fonda i ulagatelja, str. 123. i dalje.

<sup>1060</sup> U angloameričkom pravu sudska praksa pridodaje još dvije dužnosti: obvezu obavještanja (engl. *duty of disclosure*) i posebnu obvezu dodatne pozornosti članova uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja, te i obvezu postupanja u skladu s propisima i aktima društva (engl. *duty of obedience*). Vidi više: Cheesman, Henry R., *Contemporary Business Law*, 3rd ed., New Jersey, Prentice Hall, Upper Saddle River, 2000. *Rights of Shareholders, Ownership rights: Shareholders of the corporation own the corporation*, str. 655. Vidi i: Jurić, Dionis, *Pravo manjinskih dioničara na podnošenje tužbe u ime dioničkog društva protiv članova uprave i nadzornog odbora*, op. cit., bilj. br. 1062.

<sup>1061</sup> U anglosaksonskom pravu, članove uprave obvezuje *fiduciary duty*, što znači da uvijek moraju djelovati isključivo u interesu društva i potpuno se suzdržati od vlastitih interesa. Vidi više: Hasić, Tea, *Dužnost dioničara na lojalno postupanje prema društvu i ostalim dioničarima*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 34, br. 2(2014), str. 785-815., str. 794. Vidi i: Jurić, Dionis, op. cit., bilj. br. 1062., str. 543-553.

<sup>1062</sup> Vidi više: Farrar, John H., Brenda, *Farrars Company Law*, 4th ed., London, Dublin and Edinburgh, Butterworths, 1998., str. 387-390.



urednog i savjesnoga gospodarstvenika i čuvati poslovnu tajnu društva.<sup>1063</sup> ZOO dodatno propisuje<sup>1064</sup> standard postupanja članova uprave, s pažnjom dobrog gospodarstvenika.<sup>1065</sup> U pravnoj doktrini to se tumači tako da članovi uprave pri obnašanju svojih ovlasti moraju postupati s pozornošću s kojom bi postupao samostalni voditelj poduzeća svjestan svojih obveza. Od njega se traži prosječna pažnja u struci, a ako ima posebna znanja dužan ih je primijeniti.<sup>1066</sup>

Uprava društva ovlaštena je i obvezna voditi poslove društva. To znači da mora poduzeti sve radnje koje su usmjerene ostvarivanju ciljeva zbog kojih je društvo osnovano. Pritom postoje temeljne razlike kod d.d. gdje uprava vodi poslove na vlastitu odgovornost,<sup>1067</sup> za razliku od d.o.o. gdje uprava društva vodi poslove u skladu s društvenim ugovorom, odlukama skupštine i nadzornog odbora te obvezujućim uputama članova društva.<sup>1068</sup> To nas navodi na zaključak da je uprava d.o.o. relativno nesamostalna u odnosu na upravu d.d.

Od članova uprave traži se da vode poslove društva s pozornošću urednog i savjesnoga gospodarstvenika i da čuvaju poslovnu tajnu društva.<sup>1069</sup> Mjerilo za određivanje pozornosti<sup>1070</sup> jest način na koji bi postupio samostalni voditelj poduzeća koji je svjestan svojih dužnosti i koji ne upravlja svojim nego tuđim sredstvima, prosječnog znanja, a ako ima stručna znanja dužan ih je primijeniti. „Vodeći poduzeće društva, članovi uprave dužni su postupati tako da ne poduzimaju rizične poteze izvan okvira onoga što se smatra razumnim.“<sup>1071</sup> Donoseći neku poduzetničku odluku<sup>1072</sup> uprava smije razumno pretpostaviti da djeluje na dobrobit društva ako poduzima ili propusti učiniti nešto ili izmijeni svoju odluku čime dugoročno radi na jačanju

---

<sup>1063</sup> Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, Pravilo poslovne prosudbe u Hrvatskom i pravu SAD, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29. br. 2(2008), str. 975-1008, str. 992-993.

<sup>1064</sup> Članak 10. stavak 1. ZOO-a.

<sup>1065</sup> Vidi više: Pavlović, Mladen, Dužno ponašanje učesnika u ispunjavanju obveza, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 51, br. 3(2014), str. 575-600., dostupno na: hrcak.ID:124137 (28.9.2021.).

<sup>1066</sup> Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, 3. izmijenjeno i dopunjeno izd., Zagreb, Organizator, 2005., str. 497-498.

<sup>1067</sup> Članak 240. stavak 1. ZTD-a.

<sup>1068</sup> Članak 422. stavak 1. ZTD-a.

<sup>1069</sup> Članak 252. stavak 1. ZTD-a.

<sup>1070</sup> Članovi uprave dužni su pridržavati se unutrašnjih pravila društva, postupati prema pravilima postupanja društva prema trećoj osobi, obvezni su na međusobnu korektnu suradnju, u svemu su dužni postupati s pažnjom koja se zahtijeva u struci, moraju pokazati lojalnost prema društvu i dioničarima te se moraju pridržavati granica koje su postavljene slobodnoj poduzetničkoj prosudbi osoba koje vode poslove društva. Vidi više: Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga Prva, Opći dio, Zagreb, Organizator 2008., str. 1.

<sup>1071</sup> Vidi više: Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga Prva, Opći dio, Zagreb, Organizator, 2008., 3. izmijenjeno izd., str. 652.

<sup>1072</sup> O poduzetničkoj odluci govorimo kada se odlučuje na temelju poduzetničke svrsishodnosti, pa uprava slobodno odlučuje, onako kako je odlučila, ali može i drukčije. To se ne odnosi na ispunjavanje regulatornih obveza, ali uprava mora djelovati u okviru granica postavljenih zakonom i aktima društva. Vidi više: loc. cit.

društva i njegove sposobnosti sudjelovanja u tržišnom natjecanju. To može biti i odluka kojom se kratkoročno žrtvuje dobit društva i preuzimaju neki troškovi i izdatci, no dugoročno gledano povećavaju se poslovni izgledi društva.<sup>1073</sup> To znači da uprava može ulaziti u rizične poslove, dakle poduzimati poslove za koje postoji vjerojatnost da će donijeti neželjeni rezultat ili posljedicu, jer to ne može izbjeći tijekom vođenja poslova društva. No uprava mora moći pokazati pozornost koju je primijenila pri donošenju odluke i to na način, da je pri odlučivanju uzela u obzir eventualnu procjenu štete<sup>1074</sup> koju društvo može pretrpjeti, a pritom je primijenila sve mjere opreza kojima bi se taj eventualni rizik mogao izbjeći ili sanirati. Naravno, cilj takve odluke uvijek mora biti dobrobit društva. Međutim, za procjenjivanje takve poduzetničke odluke uprave društva, bitno je na nju gledati *ex ante*, u okolnostima i s informacijama s kojima je uprava društva u vrijeme donošenja odluke raspolagala.<sup>1075</sup> No, kada članovi društva sumnjaju u ispravnost odluke uprave društva, tada se u procjenu upliće sud.

U odnosu na upravu društva ustrojenog kao d.d., ZTD propisuje<sup>1076</sup> da uprava vodi poslove na vlastitu odgovornost. Članovi uprave dužni su pridržavati se načela lojalnosti<sup>1077</sup> koje se ogleda u odredbama ZTD-a o zabrani konkurencije te pravilima o izbjegavanju sukoba interesa.<sup>1078</sup>

---

<sup>1073</sup> To su mjere koje su usmjerene na održivost društva, održavanje njegove trajne vrijednosti, ali ne i kada se preuzima veliki rizik. Vidi više: loc. cit.

<sup>1074</sup> Šteta se definira kao svako umanjenje ili ugrožavanje imovine društva, dok bi se štetnost utvrđivala uspoređivanjem s ponašanjem člana uprave neovisno vođenog društva. Šteta može biti imovinska - obična šteta nastala umanjenjem imovine društva, te izmakla korist, kakva se prema redovnom tijeku stvari mogla očekivati, ali i neimovinska, koja nastaje povredom prava osobnosti društva. Štetnom radnjom treba smatrati svaku radnju koja uzrokuje štetu društvu, dioničarima ili vjerovnicima. No da bi uprava društva odgovarala za štetu, osim za one situacije za društva kapitala koje su izričito propisane, društvo mora dokazati da je za njega nastala šteta kao i njenu visinu, radnju ili propust člana uprave kojima je šteta prouzročena – protupravnost te odgovarajuću uzročnost između radnje odnosno propuštanja i štete. Vidi više, *ibid.*, str. 658. Neimovinska šteta može nastati: povredom tvrtke, ugleda društva, poslovne tajne i sl. Vidi više: Radica, Veronika, *Odgovornost uprave trgovačkog društva za štetu*, Porezni vjesnik, 2016., str. 55-63., dostupno na: <https://www.ijf.hr/upload/files/file/PV/2016/9/radica.pdf> (29.7.2020.). Bilić, Antun, Petrović, Siniša, *Odgovornost članova organa društava u faktičnom koncernu*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 2(2018), str. 727-752., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/204626> (20.3.2020.).

<sup>1075</sup> Sloboda vođenja poslova društva ograničena je zakonskim odredbama ZTD-a o očuvanju temeljnog kapitala, o zabrani iskorištavanja utjecaja u društvu i zabrani zloupotrebe okolnosti da članovi ne odgovaraju za obveze društva. Ukoliko se uprava društva ponašaju u skladu s tim regulama, ovlaštene su raspolagati imovinom društva. No, svako izvlačenje imovine iz društva bez protučinidbe smatra se nedopuštenim zahvatom u imovinu društva. No zahvatiti u imovinu društva znači i posegnuti za *know-how* ili ljudskim potencijalima ili nelojalnom konkurencijom i izvlačenjem likvidne imovine. Svakom od tih radnji nastat će manjak prihoda za društvo. Takve transakcije uprava društva uobičajeno zaključuje nakon pribavljanja suglasnosti skupštine društva, što znači da su dioničari / članovi društva o tome odlučili. Vidi više: Širola, Nina, *Odgovornost članova društva s ograničenom odgovornošću za nedopušten zahvat u imovinu društva*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol 61, br. 5(2011), str. 1687-1728., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/74553> (19.5.2020.).

<sup>1076</sup> Članak 240. ZTD-a.

<sup>1077</sup> Obveza lojalnosti ogleda se u tome da svoje interese podrede interesima društva, da mu ne konkuriraju te da se i u privatnom životu ponašaju tako da time ne štete ugledu društva. Barbić, Jakša, *op. cit.*, bilj. br. 1006., str. 652.

<sup>1078</sup> Vidi u: Jurić, Dionis, *op. cit.*, bilj. br. 989., str. 541-586.

Član uprave ne postupa protivno obvezi vođenja društva ako pri donošenju poslovne odluke na temelju prikupljenih informacija može razumno pretpostaviti da djeluje za dobrobit društva.<sup>1079</sup> Takva je obveza propisana i za postupanje članova nadzornih odbora društava.<sup>1080</sup> Tim je odredbama pravilo *business judgment rule*<sup>1081</sup> uvedeno i u hrvatsko zakonodavstvo.<sup>1082</sup> Time se štiti slobodna poduzetnička prosudba članova uprave te ako su uprave društva postupale na prethodno opisani način ne postoji krivnja jer je uprava postupala u skladu sa svojim obvezama u društvu (s tim da je teret eventualnog dokazivanja na članovima uprave). Zaključujemo da su fiducijarne dužnosti, dužnosti koje uprava društva mora poštovati u svom svakodnevnom obavljanju poslova – dužnost lojalnosti i dužne pažnje, dok se pravilo *business judgment rule*<sup>1083</sup> primijenjuje kada se prosuđuje je li uprava pravilno odlučila rukovodeći se načelima lojalnosti, dobre vjere i dužne pažnje. To procjenjuje sud na temelju četiri uvjeta: Je li odluka donesena, je li uprava prikupila sve informacije potrebne za odlučivanje, je li odluka donesena u dobroj vjeri te je li član uprave imao financijski interes u predmetu o kojem odlučuje. Članovi uprave se ne mogu pozivati na to načelo ako im se dokaže postojanje sukoba interesa.<sup>1084</sup>

No, upravo su to situacije u kojima bi se našao član uprave UAIF-a ako bi bio imenovan u upravu portfeljnog društva te bi morao odlučiti između interesa ulagatelja, a što mu je osnovna zadaća na temelju prava tržišta kapitala<sup>1085</sup> i interesa portfeljnog društva koje mora zastupati na temelju prava društava.

---

<sup>1079</sup> Članak 252. ZTD-a.

<sup>1080</sup> Članak 272. ZTD-a.

<sup>1081</sup> U SAD-u je prvi put Supreme Court of Louisiana u presudi *Percy v. Milaudon* 1829. godine zauzeo stav da direktor društva ne može biti odgovoran za odluku ako ju je donio razborito (engl. *prudently*.) To je s vremenom postao standard na temelju kojeg se odlučivalo o odgovornosti direktora za donošenje odluka, uz presumpciju da je donesena razborito. U Europi je prvi put *business judgment rule* uvršteno u pravo društava u Njemačkoj u *Aktionengesetz* u članak 93.(1) (izmjenama 2005. godine), s tom razlikom da nema presumpcije u korist uprave društva, već ona mora dokazati da nije bilo sukoba interesa i da je donijela informiranu odluku. Vidi više: Seenacherry, Mellisa K., *Liability of Company Directors: The business judgment rule as developed in US and adopted by Germany compared to the Netherlands approach*; *Amsterdam Law Forum*, str. 1-38., dostupno na: <https://amsterdamlawforum.org/articles/abstract/10.37974/ALF.345/> (1.12.2020).

<sup>1082</sup> Poznato je i u praksi njemačkih sudova, kao i u američkoj praksi, no tamo je najbliže načelu *duty of care*. Vidi više: Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, *Pravilo poslovne prosudbe u Hrvatskom i pravu SAD-a*, bilj. br. 998., str. 977. Vidi više: Barbić, Jakša, op. cit., bilj. br. 1006., str. 652.

<sup>1083</sup> Sharfman, Bernard S., *The Importance of the business judgment rule*, *Journal of Law & Business*, vol. 14, br. 1(2017), str. 27-69., dostupno na: [https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=http://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=2590&context=fac\\_pubs](https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=http://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=2590&context=fac_pubs) (3.12.2020.).

<sup>1084</sup> Braut Filipović, Mihaela, *Položaj članova uprave dioničkog društva pri sklapanju ugovora u ime društva, ali s osobnim interesom u pravnom poslu*, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol. 62, br. 4(2021), str. 1137-1173., str. 1141. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/94481> (31.7.2020.).

<sup>1085</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.6. Značaj fiducijarne pozornosti upravitelja alternativnog investicijskog fonda za ugovorni odnos upravitelja alternativnog investicijskog fonda i ulagatelja, str. 122. i dalje.

Naš je zakonodavac već u samom ZAIF-u predvidio mogući sukob interesa tako da je dodatno propisao ograničenja članova uprave UAIF-a,<sup>1086</sup> radi izbjegavanja potencijalnog sukoba interesa na način da članovi uprave i prokurist UAIF-a ne mogu biti članovi uprave ili prokuristi drugoga trgovačkog društva. No, izmjenom ZAIF-a iz 2021. godine, zakonodavac je dopustio takvu dvojnu funkciju člana uprave ili prokurista u AIF-u s privatnom ponudom. Naime, dopušteno je da član uprave i prokurist UAIF-a mogu biti i članovi uprave i prokuristi u društvu koje će zajedno s AIF-om s privatnom ponudom biti suulagatelj u imovinu u koju ulaže AIF.<sup>1087</sup>

No, regulator je još i prije propisao iznimku<sup>1088</sup> podzakonskim aktom,<sup>1089</sup> kojim je odredio da samo član uprave velikog UAIF-a može biti i član uprave, odnosno prokurist drugoga trgovačkog društva, ako je to vezano za ulaganje AIF-a kojim upravlja UAIF.<sup>1090</sup> Iz naprijed navedenoga proizlazi da je regulator postavio dva uvjeta. Prvi je uvjet da dvostruku funkciju<sup>1091</sup> jedne te iste osobe kao člana uprave UAIF-a i člana uprave portfeljnog društva može obavljati samo osoba koja je član uprave velikoga UAIF-a. Pretpostavljamo da se zakonodavac rukovodio načelom proporcionalnosti te s činjenicom da veliki UAIF potpada neposredno pod režim AIFMD koji zahtijeva stroža pravila za UAIF. No, veliki AIF postaje i onaj AIF u koji ulažu mali ulagatelji, pa je i on samim time uvršten u režim višeg stupnja zaštite, ali i neposrednog nadzora od regulatora. Drugi je kumulativni uvjet, da portfeljno društvo predstavlja ulaganje AIF-a kojim upravlja taj veliki UAIF, iako je tu vjerojatno u pitanju načelo skalabilnosti. No, potencijalni sukob interesa i dalje postoji. U takvoj situaciji član uprave portfeljnog društva, koji je ujedno i član uprave UAIF-a, trebao bi podastrijeti odluku o kojoj postoji potencijalni sukob interesa na odlučivanje skupštini portfeljnog društva. Time prepušta članovima portfeljnog društva konačnu odluku rukovodeći se dobrom praksom korporativnog upravljanja te pod uvjetom da je pri odlučivanju o toj odluci uprava društva prezentirala sve dostupne informacije skupštini. Na taj je način uprava portfeljnog društva ispunila obvezu lojalnosti prema društvu i dioničarima društva transparentno ih obavijestivši o sukobu interesa uz primjenu dužne pažnje. Znači, zadovoljila je fiducijarnu pozornost te prepustila odluku članovima društva - dioničarima koji će u konačnici snositi i ekonomske posljedice takve

---

<sup>1086</sup> Članak 42. i 43. ZAIF-a.

<sup>1087</sup> Članak 43. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>1088</sup> Članak 42. stavak 1. točka 9. ZAIF-a pod uvjetom da nije riječ o drugom reguliranom subjektu iz članka 43. ZAIF-a.

<sup>1089</sup> Članak 2. stavak 2. Pravilnika o kriterijima za procjenu uvjeta za članstvo u upravi i NO UAIF-a te u NO zatvorenog AIF-a s vanjskim upraviteljem.

<sup>1090</sup> Članak 43. stavak 1. ZAIF-a.

<sup>1091</sup> Ako zatvoreni AIF ima vanjskog upravitelja, onda ista osoba može objedinjavati trostruku funkciju: prvo kao član uprave AIF-a, zatim UAIF-a, a onda i portfeljnog društva koje je povezano s ulaganjem AIF-a.

odluke. S obzirom na prethodno izneseno, autorica smatra da bi, de lege ferenda odredbu ZAIF-a trebalo izmijeniti na način da član uprave UAIF-a (koji je ujedno i član uprave AIF-a – neovisno koje veličine) ne može obavljati funkciju člana uprave portfeljnog društva u koje ulaže već eventualno da bude u nadzornoj funkciji portfeljnog društva u koje ulaže - nadzornom odboru portfeljnog društva, putem kojeg će moći kontrolirati svoje ulaganje, ali ne i biti uključen izravno u svakodnevno operativno upravljanje portfeljnog društva te time smanjiti područje eventualnih sukoba interesa.

Iz svega iznesenog razvidno je da je članovima uprava velikog UAIF-a, kao i članovima uprave UAIF-a koji upravljaju s AIF-ovima privatnom ponudom i koji su suulagatelji u imovinu u portfeljno društvo u koje taj AIF ulaže, dopušteno biti imenovano u upravu portfeljnog društva. No, pri odlučivanju u svojstvu člana uprave portfeljnog društva članovi uprave moraju u slučaju sukoba interesa žrtvovati interese ulagatelja naspram interesa samog portfeljnog društva budući da član uprave portfeljnog društva ima primarnu zadaću zastupati interese portfeljnog društva. To je u potpunom proturječju sa zadaćom člana uprave UAIF-a koji mora zastupati isključivo interes ulagatelja i AIF-a kojim upravlja. Izlaz koji će tada potražiti članovi uprave portfeljnog društva jest podastiranje odluke na odlučivanje skupštini / glavnoj skupštini društva.

### 3.2.5. Položaj UAIF-a kao člana društva u portfeljnog društva

Kao što je već navedeno, sukob interesa postoji ne samo na razini upravljačke strukture, nego i na razini članske strukture portfeljnoga društva. Stoga se postavlja i pitanje kako će se UAIF kao povjerenik ulagatelja s jedne strane, odnositi prema portfeljnog društva na temelju načela koje od njega traži lojalno postupanje, a koje je iskazano kroz stav da je svatko tko ima mogućnost ostvarivati kontrolu nad društvom, dužan i postupati lojalno prema tom istom društvu.<sup>1092</sup>

U pravu UK-a smatra se da su dioničari vlasnici (engl. owners/co-owners) društva, da je pravo glasa samo modus ostvarivanja prava vlasništva nad društvom te iz toga razloga dioničari mogu ostvarivati pravo glasa vođeni isključivo vlastitim interesima.<sup>1093</sup> No, ipak većinski dioničari ne smiju pri ostvarivanju prava glasa povrijediti prava manjinskih dioničara, tzv. doktrina fraud

---

<sup>1092</sup> Cahn, Andreas, *The Shareholders Fiduciary Duty in German Company Law; Nordic@ European Company Law*, LSN Research Paper Series, br. 18-13, dostupno na: [www.poseidon=1.ssrn.com](http://www.poseidon=1.ssrn.com) (3.12.2020.).

<sup>1093</sup> Davies, Paul, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, 7th ed., London, Sweet & Maxwell, 2003., str. 486.

on the minority.<sup>1094</sup> U pravu SAD-a također je zastupljen stav da su dioničari owners/owners društva te da dioničari ne podliježu obvezi fiducijarne dužnosti koje su se dužni pridržavati direktori društva. No slično engleskom pravu i oni smatraju da većinske dioničare obvezuje fiducijarna dužnost prema manjinskim dioničarima.<sup>1095</sup> U Njemačkoj dužnost lojalnog postupanja<sup>1096</sup> obvezuje sve dioničare i većinske i manjinske.<sup>1097</sup>

U RH članovi društva/dioničari vezani su obvezom na lojalno postupanje.<sup>1098</sup> Iako dužnost dioničara/udioničara na lojalno postupanje prema društvu nigdje nije eksplicitno propisana kao obveza, ono se tumači kao standard kojega se dioničari trebaju pridržavati pri ostvarivanju upravljačkih prava, prvenstveno pri glasovanju na glavnim skupštinama društva (uključivši i pravo na raspravljanje). Lojalnost je kriterij kojim članovi društva iskazuju kako se koriste svojim upravljačkim pravima.<sup>1099</sup> To znači da uvijek kada djeluju u svojstvu dioničara/udioničara, moraju djelovati u interesu društva, nauštrb svojih osobnih interesa.<sup>1100</sup> Stoga ako bi došlo do toga da lojalnost pri glasovanju o nekoj odluci bude dovedena u pitanje

---

<sup>1094</sup> Doktrina *fraud on the minority* nastala je u sudskoj praksi. Smatra se da ostvarivanje prava glasa većinskog dioničara pri odlučivanju na skupštinama društva o odlukama kojima se zadire u ostvarivanje prava manjinskih dioničara, mora biti u dobroj vjeri i u interesu društva kao cjeline. Vidi više: Hasić, Tea, Dužnost dioničara na lojalno postupanje prema društvu i ostalim dioničarima, op. cit., bilj. br. 996., str. 790-792.

<sup>1095</sup> Većinski će dioničar povrijediti fiducijarnu dužnost prema manjinskom dioničaru ako raspolaže imovinom koja će prouzročiti značajan gubitak za manjinske dioničare, ili ako prodaje kontrolni paket dionica osobi za koju zna da namjerava djelovati na štetu društvu te koja to i učini, ili poduzme bilo koju radnju koja predstavlja povredu prava manjinskih dioničara. Odluku jesu li povrijedili tu dužnost donijet će sud. Vidi više: ibid., str. 785-815.

<sup>1096</sup> Isprva su njemački sudovi smatrali kako dužnost lojalnog postupanja između članova društva postoji samo u ortaštvima i društvima osoba, no kasnije se to proširilo na sva društva. U presudi *Linotype* izražen je stav da svatko tko može ostvariti kontrolu nad društvom, dužan je i postupati lojalno prema društvu, ibid. str. 796.

<sup>1097</sup> Kada je društvo *Girmes* postalo insolventno sazvana je glavna skupština društva s ciljem donošenja odluke o smanjenju temeljenog kapitala. Kako su manjinski dioničari glasovali protiv odluke nad društvom je otvoren stečajni postupak. Dioničari koji su glasovali za odluku o smanjenju temeljnog kapitala tužili su manjinske dioničare, navodeći da su manjinski dioničari krivi što je nad društvom otvoren stečaj i dioničari su ostali bez svojih uloga. Sud je zauzeo stav da dioničari moraju postupati lojalno i da ne smiju blokirati skupštinske odluke iz sebičnih razloga, osobito kada je riječ o odluci o kojoj ovisi opstanak društva. Vidi više: ibid. 796-797. Vidi više o presudi i: Pistor, Katarina, Chenggang, Xu, Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdiction Lessons from the Incomplete Law Theory, pogl. 3., u: Pistor, Katarina, Chenggang, Xu, Global Markets, Domestic Institutions, New York, Columbia University Press, 2003., dostupno na: <https://doi.org/10.7312/milh12712-005> (3.3.2021.). Vidi i: Wellenhofer-Klein, Marina, Treupflichten im Handels-, Gesellschafts- und Arbeitsrecht: Eine Untersuchung zum deutschen, ausländischen und europäischen Recht, The Rabel Journal of Comparative and International Private Law, vol. 64, br. 3 (2000.), Klaus J. Hopt zum 60, str. 564-594., dostupno na: <https://www.jstor.org/stable/27878198?seq=1> (3.3.2021.).

<sup>1098</sup> Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Sv. I., Dioničko društvo, 5. izmijenjeno i dopunjeno izd., Zagreb, Organizator, 2010., str. 517-520.; Širola, Nina, op. cit., bilj. br. 1010., str. 2-42.

<sup>1099</sup> Članska prava mogu se podijeliti na osobna i neosobna. Neosobna su upravljačka prava članova društva, dok se osobnim pravima članova društva smatraju imovinska prava (pravo na dobit, na dio likvidacijske mase) i posebna upravljačka prava (pravo na obaviještenost, pravo na pobijanje odluka skupštine). Vidi više: ibid., str. 8.

<sup>1100</sup> Vidi više: Hasić, Tea, Dužnost dioničara na lojalno postupanje prema društvu i ostalim dioničarima, op. cit., bilj. br. 996., str. 798.

sud bi pri odlučivanju trebao procijeniti kakve obveze u konkretnoj situaciji proizlaze iz načela lojalnosti te je li dioničar pri ostvarivanju svojih prava povrijedio navedene obveze.<sup>1101</sup>

Naime, dužnost člana društva/dioničara na lojalno postupanje prema društvu i dioničarima/udioničarima proizlazi iz načela savjesnosti i poštenja, načela dužnosti suradnje, načela dužnosti poštovanja obveza i načela zabrane zloupotrebe prava. Aktivno sudjelovanje dioničara u ostvarivanju interesa društva konzumira se ostvarivanjem upravljačkih prava, pri čemu svaki dioničar mora voditi računa o interesu društva. Pasivno sudjelovanje dioničara u ostvarivanju interesa društva ostvaruje se postupanjem, odnosno suzdržavanjem dioničara od poduzimanja radnji koje bi mogle omesti aktivno sudjelovanje u borbi za interese društva. To je obveznopravni odnos koji je nastao na temelju pravnog posla – društvenog ugovora / statuta. Njegovim kršenjem, dioničar / udioničar odgovora za štetu ostalim članovima društva. Međutim, radnje koje poduzimaju dioničari u cilju ostvarenja nekoga od svojih upravljačkih prava su jednostrani pravni poslovi. Stoga ako dioničar / udioničar povrijedi načelo lojalnog postupanja dioničara, ti bi glasovi na glavnoj skupštini trebali biti nevaljani.<sup>1102</sup>

Kada se govori o UAIF-u kao članu portfeljnog društva, UAIF mora s jedne strane djelovati na način koji je isključivo u najboljem interesu ulagatelja u AIF i samog AIF-a kojim upravlja, a s druge na način da pomiri svoju dužnost lojalnosti kao dioničar portfeljnog društva. To bi značilo da bi morao ostaviti interese ulagatelja u AIF i samog AIF-a po strani i odlučivati onako, kako je najbolje u interesu portfeljnog društva. Iako se na prvi pogled čini da su to naizgled usklađeni interesi, kao u svakom portfeljnom društvu, ovdje je to razlikovanje još i veće. Naime UAIF radi u ime i za račun AIF-a, kao njegov povjerenik, od kojeg članovi AIF-a, bez obzira na to je li on ustrojen s pravnom ili bez pravne osobnosti uvijek očekuju na osnovu povjereničkog odnosa da će se u donošenju odluka UAIF rukovoditi isključivo najboljim interesima ulagatelja i AIF-a, a što može, (ali i ne mora) biti potpuno suprotno interesima portfeljnog društva. S tim u vezi postavlja se pitanje, ima li obveza koju ima UAIF da objavi transparentno strategije i politike glasovanja u svezi s portfeljnim društvom, a na temelju tako usvojene politike zatim glasuje o odlukama portfeljnog društva kao dioničar društva, isključivo u korist ulagatelja AIF-

---

<sup>1101</sup> Ibid., str. 798-800. Autorica smatra kako o načelu lojalnosti možemo govoriti *in abstracto*, kao pravnom standardu kojeg sud uzima u obzir u konkretnom slučaju pri ocjenjivanju je li član društva postupao u skladu s načelom lojalnosti. To bi značilo da ga se može ostvarivati do određene granice te time ima ograničavajuću funkciju, a onda se sadržaj samog načela konkretizira pa o njemu govorimo *in concreto*, koji ovisi o situaciji na koju se primjenjuje i to između članova društva – dioničara/udioničar.

<sup>1102</sup> Vidi više: *ibid.*, str. 794.

a kojim upravlja i njegovih ulagatelja,<sup>1103</sup> takvu snagu da može neutralizirati postojeći sukob interesa? UAIF je u skladu s načelom savjesnosti i poštenja objavio svoje investicijske ciljeve i strategije i preuzeo prava i obveze kojih se i mora i dalje pridržavati. Tako primjerice, ako je AIF ex ante naglasio da ima kratkoročni cilj, pa je i osnovan na određeno vrijeme od 5 do 10 godine, zbog čega bi morao svoje ponašanje u portfeljnom društvu poravnati s dugoročnim ciljevima društva, ako se unaprijed od toga ogradio i nema od toga ekonomske koristi. S druge strane, članovi portfeljnog društva unaprijed su prihvatili ciljeve i strategije AIF-a zaključivši s njime ugovore kojima je AIF stekao udjel ili dionice u portfeljnom društvu, a kroz koje su mogli (ili barem dijelom) uz primjenu zaštitnih mehanizama koje je ponudio regulator, uvidjeti ciljeve AIF-a te pravodobno utjecati na daljnji rast i razvoj portfeljnog društva. Je li možda opravdano očekivati od uprave portfeljnog društva i dioničara/udioničara društva, da pri ulasku AIF-a u korporativnu strukturu portfeljnog društva pomno prouči investicijske ciljeve i strategije AIF-a? Također, budući da se nalazimo u sferi primjene dispozitivnih odnosa, nije li razvidno da pri ugovaranju, ta ista uprava zajedno s dioničarima / članovima portfeljnog društva više pažnje posveti zaštitnim mehanizmima koje im nudi regulator, kako bi se zaštitili i (primjerice) dugoročni interesi portfeljnog društva?

Zaključno, UAIF ima obvezu uvijek braniti isključivo interese ulagatelja AIF-a i samog AIF-a. Za je obveza istaknuta kao regulatorni zahtjev<sup>1104</sup> na način da je UAIF obavezan opisati strategije i na temelju njih glasati o odlukama portfeljnog društva kao dioničar društva, isključivo u korist AIF-a kojim upravlja i njegovih ulagatelja. Stoga je stajalište autorice da mu niti pitanje lojalnosti ne bi trebalo biti postavljeno, budući da je pri ulasku u portfeljno društvo transparentno objavio svoje ulagateljske ciljeve kroz „politiku sudjelovanja“,<sup>1105</sup> za uvrštena portfeljna društva, odnosno putem obavijesti upravi društva te predstavnicima radnika za neuvrštena društva.

### 3.2.6. Načelo zaštite temeljnog kapitala i tehnike financiranja stjecanja vlasničkih instrumenata

VC/PE različitim tehnikama financiraju stjecanje dionica/udjela portfeljnih društava kako bi ih prilagodili svom ulagateljskom cilju i planiranom exitu. Najzastupljenija u praksi, a ujedno i

---

<sup>1103</sup> Članak 37. Uredbe AIFM-a. Obveza proizlazi i iz Direktive o dugoročnom poticanju sudjelovanja dioničara – Vidi više pod: 3.2.13. Mehanizmi zaštite portfeljnog društva, str. 214 i dalje.

<sup>1104</sup> UAIF-u je naloženo da opiše strategije i na temelju njih glasa o odlukama portfeljnog društva kao dioničar društva, isključivo u korist ulagatelja AIF-a kojim upravlja i njegovih ulagatelja (članak 37. Uredbe AIFM-a).

<sup>1105</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.7.3.1.1. Transparentnost politike sudjelovanja, str. 225. i dalje.



najkontroverznija tehnika financiranja jest, tzv. leveradage buyout (u daljnjem tekstu: LBO) ili menagement buyout (u daljnjem tekstu: MBO) transakcija, otkup dionica/udjela portfeljnog društva financijskom polugom,<sup>1106</sup> ovisno o osobi koja se pojavljuje u ulozi stjecatelja dionica ili udjela portfeljnog društva. U nekim zemljama su čak i zabranjene, dok su u drugima pod budnim okom regulatora. Kod LBO transakcija, osnovno pitanje koje se postavlja jest može li UAIF u cilju stjecanja dionica portfeljnog društva, a koje namjerava kupiti uz zaduživanje, kao osiguranje za povrat zajma (kolateral) upotrijebiti „imovinu portfeljnog društva“? Je li uprava portfeljnog društva ovlaštena raspolagati imovinom društva kako bi na taj način stekla novog dioničara? MBO transakcijama pridaje se pozornost jer su u sklapanje transakcije uključene uprave sadašnjeg portfeljnog društva i to u dvostrukoj ulozi, kao ulagatelji UAIF-a i kao članovi uprave portfeljnog društva. U tom odnosu ponovno se javlja više potencijalnih sukoba interesa. U nastavku će se prikazati navedeni sukobi interesa te koje je zaštitne mehanizme predvidio zakonodavac. Analizirat će se i zadire li korištenje imovinom portfeljnog društva, kao predmeta osiguranja zajma novog ulagatelja za stjecanje vlasničkih instrumenata, u načelo zaštite temeljnog kapitala?

LBO<sup>1107</sup> transakcija provodi se na način da UAIF preuzima kontrolni paket dionica ili udjela portfeljnog društva putem zajma koji vraća portfeljno društvo iz svoje imovine, jer se portfeljno društvo najčešće pripaja društvu koje je steklo njegove dionice putem kredita osiguranog imovinom portfeljnog društva,<sup>1108</sup> pa se takva stjecanja nazivaju i „kreditirani otkupi“.<sup>1109</sup> U toj transakciji UAIF je prevalio teret vraćanja duga vlastitog zajma na portfeljno društvo koje je predmet transakcije, pa ispada da transakcija financira samu sebe. Gledajući iz perspektive portfeljnog društva, ono sigurno ne bi moglo dobiti takav zajam/kredit. Portfeljno društvo s obzirom na rezultate poslovanja nema kreditne sposobnosti za dobiti zajam, a niti tekuće likvidnosti kako bi moglo dalje poslovati, dok UAIF s druge strane kao etablirani intermedijar može jednostavno pribaviti zajam. Naravno, sav rizik nevraćanja duga UAIF želi prevaliti na portfeljno društvo. U scenariju ako portfeljno društvo dobro posluje i doista uspijeva vraćati

---

<sup>1106</sup> Uporaba financijske poluge je značajna za ulagatelja koji će najčešće uložiti u portfeljno društvo koje ime „zdrave“ novčane tokove iz kojih će moći podmirivati kamatu. Uporaba financijske poluge u RH dopuštena je za PE, ali ne i za VC. Vidi više u poglavlju: 2.2.2.5.1.7.5. Posebna pravila za alternativni investicijski fond poduzetničkog kapitala (engl. *venture capital*), str. 83. i dalje.

<sup>1107</sup> LBO transakcije su se prvi put pojavile u SAD-u šezdesetih godina 20. stoljeća pod nazivom - *bootstrap acquisition*. Zamijećeno je da je takav način financiranja kupnje dionica portfeljnog društva u zadnje vrijeme u porastu. Vidi više: Prelič, Saša, Zubović, Antonija, op. cit., bilj. br. 473., str. 307.

<sup>1108</sup> U tom slučaju nastaje trostruki učinak – porezne pogodnosti radi financijskih izdataka portfeljnog društva, davatelj kredita sječe bolje osiguranje za dani kredit te slabi zaštita manjinskih dioničara i vjerovnika portfeljnog društva. Prelič, Saša, Zubović, Antonija, op. cit., bilj. br. 473., str. 307.

<sup>1109</sup> Ibid.

dug po zajmu/kreditu za koji je zadužen UAIF, ne postoji problem. To tim više jer UAIF nije samo tu da financira, nego i da temeljito utječe na poslovne procese u društvu i njihovo neometano funkcioniranje, a što osigurava pomno odabranim ugovornim odredbama u kojima su predviđeni svi poznati scenariji postizanja i nepostizanja poslovnih prekretnica (engl. milestones). Iz toga proizlazi da je ključna prednost VC/PE ulaganja činjenica da oni mogu doći jeftinije do kredita, da u portfeljno društvo ulažu svoju ekspertizu i kroz dobro korporativno upravljanje portfeljnim društvom osiguravaju vraćanje duga. No, to može biti i samo potencijalna obveza portfeljnog društva, jer ako se portfeljnim društvom dobro upravlja, zajam će se sam otplaćivati. Stoga stav slovenskoga zakonodavca koji je de facto onemogućio LBO transakcije proširujući znatno uvjete za njihovo poduzimanje, a kao razlog naveo da one predstavljaju preveliko osiromašivanje (slo. izčrpljivanje prevzete dražbe)<sup>1110</sup> imovine portfeljnog društva, čini se nisu opravdane. No, može se uočiti da su zakonodavstva država članica EU-a podijeljena po tom pitanju, dok neke europske zemlje dijele stav slovenskoga zakonodavca, a neke su ga i dodatno proširile na društva ustrojena u obliku d.o.o.<sup>1111</sup>

No pitanje na koje tražimo odgovor jest, može li pri korištenju alternativnih izvora financiranja, uprava portfeljnog društva prikupiti kapital na način da optereti imovinu društva i pod kojim uvjetima, uz posebnost, a to je da je uprava ovdje na strani stjecatelja, tj. UAIF-a. U iznalaženju odgovora krenimo od načela zaštite temeljnog kapitala kojeg je uprava portfeljnog društva dužna štititi.<sup>1112</sup>

---

<sup>1110</sup> Pod pojmom *slo. izčrpljivanja* podrazumijeva se da se dobit nastala poslovanjem portfeljnog društva, koja bi se mogla iskoristiti za razvoj portfeljnog društva ili za isplatu dividendi dioničarima, zapravo koristi za financiranje vraćanja duga koji je preuzelo novoosnovano društvo ponuditelj stjecanja dionica portfeljnog društva. LBO transakcije su proglašene ništetnim, kao i svi pravni poslovi sa sličnim učinkom. Člankom 248. stavak 1. Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1) s novela ZGD-1A i ZGD – 1B – uvodna pojasnila, GV Založba, Ljubljana, 2008., str. 139-155. Vidi više: Prelič, Saša, Zubović, Antonija, op. cit., bilj. br. 473., str. 314-317.

<sup>1111</sup> Španjolska je proširila primjenu i na d.o.o. Vidi više: Ferran, Eilis, op. cit., bilj. br. 16., str. 21.

<sup>1112</sup> Kada je društvo u teškoćama, postavlja se pitanje jesu li takve transakcije dopuštene s obzirom na zaštitu vjerovnika? Prema sudskoj praksi UK-a, dužnost je direktora brinuti o interesima društva, ali istodobno i da skrbi o interesima vjerovnika. U suprotnom, uprava odgovara za *fraudulent trading* ili za *wrongful trading*, osim ako član uprave ne dokaže da je poduzeo sve nužne mjere kako bi minimalizirao potencijalne gubitke za vjerovnike društva ili on misli da ih je poduzeo kada je postao svjestan da društvo ne može izbjeći stečaj ili likvidaciju. Da bi to dokazao član uprave mora u okviru svojih dužnosti redovito provjeravati stanje likvidnosti i bilance društva u isto vrijeme. Vidi više: Şişmangil, Erdem H., op. cit., bilj. br. 945., str. 98-100. U odnosu na zaštitu vjerovnika u slučaju otvaranja stečajnog postupka u njemačkom, pa i našem pravu, govorimo o situacijama koje se odnose na pobijanje pravnih radnji stečajnog dužnika, inkongruentno namirenje, namjerno oštećenje (članak 200. Stečajnog zakona, Narodne novine, br. 71/15., 104/22.), a kojima se pruža pravna zaštita vjerovnicima koji nisu bili u prilici zaštititi svoje potraživanje kada dolazi do situacija nejednakog namirenja vjerovnika ili kada se pogoduje nekim vjerovnicima. To bi se načelno moglo primijeniti na sve pravne poslove koji su zaključivani u „nevrijeme“ i kada je postojala podkapitalizirana društva - no to su zapravo situacije u kojima je LBO transakcija i najoptimalnija sa strane AIF-a. U Njemačkoj je sudska praksa zauzela stajalište da uvijek treba ocijeniti je li odnos portfeljnog društva koje je dalo osiguranje i člana društva koji je dao zajam bio naplatan te je li primatelj osiguranja oštetio imovinsku masu društva (posebice kroz stečajni postupak). U odnosu na namjerno oštećenje vjerovnika – prema

Europska zakonodavstva različito propisuju visinu minimalnoga temeljnog kapitala.<sup>1113</sup> Svima njima je zajedničko da on služi s jedne strane za pokretanje poslovanja, a s druge kao ograničenje odgovornosti za članove društva te kao zaštita vjerovnicima društva u slučaju insolventnosti.<sup>1114</sup> Načelo zaštite temeljnog kapitala postalo je sastavni dio prava društava Europske unije<sup>1115</sup> stupanjem na snagu Direktiva 2012/30 EU, tzv. Druge direktiva.<sup>1116</sup> Zabrana odobravanja zajmova radi stjecanja dionica društva propisana je u UK za public company,<sup>1117</sup> dok za private company to predstavlja odstupanje, te je dozvoljeno davanje zajmova ali ono ne smije utjecati na smanjenje imovine društva.<sup>1118</sup> Prema stavu engleskih sudova, očuvanje kapitala treba sagledavati ne samo kao zabranu smanjenja temeljnog kapitala, već je važno da sačuvati imovinu društva, pritom imajući na umu da je u UK-u temeljni kapital za private companies vrlo nizak ili ga uopće nema.<sup>1119</sup> U Njemačkoj je zakonom propisano pod kojim je uvjetima dopušteno davanje zajmova, odnosno osiguranja za zajam od strane portfeljnog društva, a u suprotnom je pravni posao ništetan.<sup>1120</sup> U Republici Sloveniji<sup>1121</sup> je prihvaćen njemački model, kao i u RH. ZTD<sup>1122</sup> propisuje da je ništetan pravni posao kojim društvo

---

njemačkom pravu je „dovoljno poduzeti bilo kakvu pravnu radnju koja sama po sebi nije oštećujuća ali predstavlja osnovu koja slijedom događaja dovodi do oštećenja“. To znači da kada bi AIF koji je kupio udjele od članova društva (dijelom opterećujući imovinu društva) i postao član društva, pa društvo padne u stečaj, a AIF je od takvog društva primio određene primitke, AIF bi ih u tom slučaju bio dužan vratiti. Razlog tome je što je davanjem imovine portfeljnog društva kao osiguranja, AIF uvećao svoju imovinu. Vidi više: Skerlev, Branko, Miladin, Petar, *Leveraged buyout* - otkup poduzeća financijskom polugom - OFP poslovi, op. cit., bilj. br. 1137., str. 769-790.

<sup>1113</sup> U UK-u *private limited company* se može osnovati bez minimalnoga kapitala, dok se za *public limited companies* zahtijeva minimalno 50 000 funti, u Njemačkoj 50000 EUR-a za *Aktiengesellschaft*, a za *GmbH* 25000 EUR-a.

<sup>1114</sup> *Načela očuvanja temeljnog kapitala društva* potječu povijesno iz zakonodavstva UK-a kao zaštita dioničara od protupreuzimateljskih mjera te zaštita ostalih dionika od radnji uprava društava i dioničara kojima se oštećuju vjerovnici društva. Ono je uvedeno u zakonodavstvo UK-a kroz Companies Act 1928. godine. Time se nastojalo prevenirati iskorištavanje kapitala ciljnog društva zaobilazanjem općeg načela zabrane preuzimanja vlastitih dionica. Vidi više i: Šišmangil, Erdem H., op. cit., bilj. br. 945., str. 65.

<sup>1115</sup> Šišmangil, Erdem H., op. cit., bilj. br. 945., str. 64.

<sup>1116</sup> Članak 25. Direktive 2012/30 EU Europskog parlamenta i Vijeća od 25. listopada 2012. godine o usklađivanju zaštitnih mehanizama koje radi zaštite interesa članova i trećih osoba države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu članka 54. stavak 2. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, u pogledu osnivanja dioničkih društava te održavanja i promjene njihova kapitala u cilju ujednačavanja tih zaštitnih mehanizama, SL L 315, 14.11.2012. (u daljnjem tekstu skraćeno: Druge direktiva). Vidi i: Horak Hana, Dumančić, Kosjenka, Pecotić Kaufman, Jasminka, Uvod u europsko pravo društava, Zagreb, Školska knjiga, 2010., str. 280-306.

<sup>1117</sup> Companies Act, članak 677., 678.

<sup>1118</sup> Companies Act, članak 682.

<sup>1119</sup> U *private companies* dioničari uobičajeno ne isplaćuju dividendu, već su zaposlenici društva, pa isplate rade kroz nagrađivanje za rad. Vidi više: Šišmangil, Erdem H., op. cit., bilj. br. 945., str. 66.

<sup>1120</sup> AktG članak 1a. No, u Njemačkoj nisu pobrojani slučajevi kao *numerus clausus* u zakonodavstvu UK-a, ali predviđaju se i situacije u kojima je davanje zajmova/osiguranja dopušteno uz preduvjet da se s time složi većina dioničara (članak 57. AktG-a i 291. AktG-a). Vidi više: Šišmangil, Erdem H., op. cit., bilj. br. 945., str. 103.

<sup>1121</sup> Prelič, Saša, Kocbek, Marijan, Dopustnost finančne asistencije odvisne družbe za obveznosti obvladajuće družbe, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, Posebni br. 4(2018), str. 1533-1557., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/218308> (20.5.2020.).

<sup>1122</sup> Članak 234. stavak 1. ZTD-a.

nekome daje predujam, zajam ili osiguranje radi stjecanja dionica toga društva.<sup>1123</sup> Međutim, društvu je dopušteno da nekome da predujam, zajam ili osiguranje za stjecanje vlastitih dionica, pa i pri povećanju temeljnog kapitala društva. No, to mora to učiniti u skladu s člankom 234. stavak 3. ZTD-a uz kumulativno ispunjenje slijedećih uvjeta: dionice se moraju steći pod fair tržišnim uvjetima, posebno u pogledu onoga što društvo za to dobiva uključujući kamate na dani zajam, osiguranja koja se daju za otplatu zajma i povrat predujma. Prethodno mora biti ispitana kreditna sposobnost treće ili trećih osoba koje sudjeluju u tome poslu. Drugi je uvjet da uprava društva za sklapanje toga posla mora dobiti prethodnu suglasnost glavne skupštine i to odlukom donesenom glasovima koji predstavljaju najmanje dvije trećine temeljnoga kapitala društva zastupljenoga na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. No prije donošenja odluke, uprava društva mora glavnoj skupštini podnijeti pisani izvještaj i u njemu navesti razloge za sklapanje takvog posla, interes društva ulaska u njega, uvjete pod kojima se posao treba sklopiti, rizike kojima se izlaže društvo s obzirom na njegovu likvidnost i solventnost, kao i cijenu po kojoj treća osoba treba steći dionice. Izvještaj se mora dostaviti i registarskom sudu radi objave da je i kada je predano sudu. Treći kumulativni uvjet koji mora biti ispunjen jest, da iznos financijske pomoći koja se daje trećoj osobi ili /osobama, ne smije ni u kom trenutku dovesti do toga da se iznos neto aktive društva smanji ispod razine iz članka 233. stavka 4. ZTD-a.<sup>1124</sup> Pritom je važno istaknuti da pravni posao, da se dade predujam, zajam ili osiguranje za stjecanje vlastitih dionica, pa i pri povećanju temeljnog kapitala društva, a kojim se pomaže da dionice društva steknu članovi uprave, odnosno izvršni direktori i članovi nadzornog, odnosno upravnog odbora društva, pa i pri povećanju temeljnog kapitala društva, ili društvo koje se u odnosu na društvo o čijim je dionicama riječ smatra vladajućim društvom ili to čine treće osobe u svoje ime a za njihov račun, je ništetan ako nije u najboljem interesu društva.<sup>1125</sup> Ovom je odredbom zakonodavac spriječio sukob interesa putem transparentnih objava te pokazao brigu o zaštiti prava svih dioničara kao i samog društva, jer će se u suprotnom smatrati da pravni posao nije niti poduzet.

---

<sup>1123</sup> Međutim, to se ne odnosi na tekuće pravne poslove kreditnih, odnosno financijskih institucija, ako posebnim zakonom nije drukčije određeno, niti na davanje predujma ili zajma, kao ni na pružanje osiguranja kako bi dionice stekli zaposleni u društvu ili u društvu koje je s njime povezano (članak 234. stavak 1. ZTD-a). U skladu s člankom 234. stavak 1. ZTD-a, tako mogu stjecati zaposleni u društvu, a ne članovi uprave.

<sup>1124</sup> Na takve dionice zajedno s vlastitim dionicama koje društvo već ima, ne smije otpasti više od deset posto temeljnog kapitala društva. Takvo je stjecanje nadalje dopušteno samo onda ako društvo stvori propisane rezerve za te dionice tako da neto aktiva društva iskazana u financijskim izvještajima za posljednju poslovnu godinu zbog stjecanja dionica ne postane manja od iznosa temeljnoga kapitala i rezervi koje po zakonu ili po statutu ono mora imati, ako koje se ne smiju koristiti za isplate dioničarima (članak 233. stavak 4. ZTD-a).

<sup>1125</sup> Članak 234. stavak 4. ZTD-a.

No, Republika Slovenija je otišla korak dalje te je zabranila d.d. davanje bilo kakve financijske pomoći u korist AIF-a, kao potencijalnih dioničara, što bi u suprotnom proizvelo ništetnost pravnog posla.<sup>1126</sup> No, nadalje pored tih pravnih poslova ništetan je i svaki drugi pravni posao koji bi za društvo proizveo iste ili slične (slo. primerljive) pravne učinke.<sup>1127</sup> Razlog takvom normiranju jest potencijalni sukob interesa koji se pojavljuje u tim transakcijama. Naime, pobornici LBO transakcije ističu da visoka razina duga prouzročena tim transakcijama potiče upravu portfeljnog društva da učinkovitije koristi likvidna sredstva društva<sup>1128</sup> te da se ponaša discipliniranije.<sup>1129</sup> No, s druge strane, kao negativna strana transakcija ističe se da nemogućnost vraćanja kredita/zajma može dovesti do toga da se moraju smanjiti fiksni troškovi portfeljnog društva, a što se obično odražava u znatnom smanjenju zaposlenika,<sup>1130</sup> pa tako utječe i na društvo.<sup>1131</sup> Tu se pojavljuje i paradoksalna situacija, da strah od eventualnoga gubitka radnog mjesta postaje stvarnost, jer portfeljno društvo nema likvidnosti niti mogućnosti financiranja daljnjega razvoja, a niti poslovanja općenito.

Hrvatski zakonodavac određuje<sup>1132</sup> da se dioničarima ne smiju vratiti uplaćeni ulozci, a niti im se mogu obećati i platiti kamate na ono što su uložili u društvo. Putem načela očuvanja temeljnoga kapitala društva, zabranjen je te je ujedno i ništetan pravni posao kojim se daje zajam kako bi se stekle dionice društva, jer bi u tom slučaju društvo moralo vratiti zajam, a samim time i dionice. No takve se situacije u praksi prevladavaju na način da se izvrši pripajanje društva – SPV AIF-a, koje je priskrbilo zajam/kredit portfeljnom društvu.<sup>1133</sup> Znači SPV kojeg je osnovao UAIF će se zajedno sa zajmom/kreditom pripojiti portfeljnom društvu koje je dalo osiguranje za zajam, na temelju odluke o pripajanju koju će donijeti skupštine oba društva, a portfeljno će društvo kao pravni sljednik preuzeti financijske obveze SPV-a. Kada je društvo ustrojeno u obliku d.o.o., sve dok se dano osiguranje za vraćanje zajma odnosi na vrijednost

---

<sup>1126</sup> Članak 248. Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-II), Uradni list RS, št. 55/15.

<sup>1127</sup> Članak 248. Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-II), Uradni list RS, št. 55/15.

<sup>1128</sup> Şişmangil, Erdem H., op. cit., bilj. br. 945., str. 14.

<sup>1129</sup> Bouvier Laurent, Nisar Tahir, M., Designs and impacts of securitized leveraged buyouts, str. 1-12., dostupno na: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2015.1009307> (7.6.2020.).

<sup>1130</sup> Prema stajalištu Vrhovnog suda Italije zauzetom prije 2004. godine LBO transakcije su se smatrale nelegalnima, što ih nije u potpunosti iskorjenilo, ali ih je znatno smanjilo. Vidi više: Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 447.

<sup>1131</sup> Povaly, Stefan, op. cit., bilj. br. 65., str. 83.

<sup>1132</sup> Članak 217. stavak 1. i 2. ZTD-a.

<sup>1133</sup> Uspoređujući komparativno njemačko pravo, ističe se kako bi se takve odredbe mogle izbjeći na način da se ciljno društvo ili preoblikuje ili pripoji društvu koje je ustrojeno kao d.o.o. U prilog tome navode da bi se time pravna zaštita dioničara ostvarila kroz postupak pripajanja ili preoblikovanja te dioničari formalno ničim ne bi bili oštećeni. Vidi više: Skerlev, Branko, Miladin, Petar, op. cit., bilj. br. 1137., str. 775.

koja odgovara temeljnom kapitalu, nema povrede odredbe o očuvanju temeljnog kapitala.<sup>1134</sup> U poslovnoj praksi kod takvoga ustrojbenog oblika društva ulagatelji i portfeljno društvo nastoje, radi izbjegavanja povrede načela očuvanja temeljnog kapitala takve situacije prevenirati ugovorno putem odredbi - positive covenants. Te odredbe obuhvaćaju obvezu održavanja određene razine likvidnosti, ili obvezu da se periodično izvještava ulagatelje o stanju društva, ili negative covenants, koje najčešće obuhvaćaju zabranu isplate dividende, zabranu izdavanja dodatnih dužničkih instrumenata, zabranu kupnje ili prodaje vrijednih sredstava ciljnog društva, ograničenja u promjeni kontrole ili spajanja.<sup>1135</sup> To znači da takve situacije portfeljno društvo mora spriječiti unaprijed, ugovarajući ih pri ulasku UAIF-a u portfeljno društvo.

O MBO-u (engl. management buyout) transakcijama<sup>1136</sup> se govori kada dionice/udjele portfeljnog društva stječu članovi uprave portfeljnog društva koji procjenjuju da društvom mogu upravljati kao većinski imatelji dionica/udjela. Za MBO transakcije je karakteristično da članovi uprave portfeljnog društva osnivaju novo društvo – New Co,<sup>1137</sup> koje stječe dionice portfeljnog društva. To novo društvo nakon završetka transakcije se pripaja portfeljnom društvu.<sup>1138</sup> No, ako dionice stječu članovi uprave nekoga drugog društva – ne portfeljnog, govorimo o MBI (engl. management buy-in) transakcijama, gdje treće osobe (vanjski članovi uprave) stječu dionice/udjele portfeljnog društva pod pretpostavkom da mogu upravljati dionicama i uspostaviti kontrolu nad društvom.<sup>1139</sup>

---

<sup>1134</sup> Članak 407. ZTD-a: „, nisu dopuštene isplate članovima društva iz imovine društva u vrijednosti koja odgovara temeljnom kapitalu“. No, član društva koji društvu u vrijeme kada je u krizi umjesto da mu pribavi vlastiti kapital, kada bi mu ga inače uredni gospodarstvenici trebali pribaviti, daje zajam, može u stečajnom postupku ostvariti zahtjev samo kao vjerovnik nižeg isplatnog reda (a čime se dodatno pruža zaštita vjerovnicima društva (članak 408. ZTD-a).

<sup>1135</sup> Vidi više: Šišmangil, Erdem H., op. cit., bilj. br. 945., str. 51.

<sup>1136</sup> U okviru MBO transakcija razlikujemo nekoliko oblika: 1. *stock acquisition MBO with partial bid* – kada se dionice stječu ponudama upućenim jednom ili više dioničara, 2. *stock acquisition MBO with bid for total shareholding* – MBO transakcija u kojoj je ponuda upućena svim dioničarima portfeljnog društva ili 3. *asset acquisition MBO* – MBO transakcija koja ima cilj kupnju pojedinih dijelova imovne društva. Vidi više: Prelič, Saša, Zubović, Antonija, Pravno uređenje kupnje dionica ciljnog društva zaduživanjem (LBO transakcije), op. cit., bilj. br. 473., str. 304.

<sup>1137</sup> Ferran, Eilis, The Regulation of Hedge funds and Private equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis, op. cit., bilj. br. 14., str. 2-32.

<sup>1138</sup> Pripajanje se može odvijati na više načina: 1. *downstream merger* - novo društvo pripaja portfeljno društvo po završetku transakcije, 2. *upstream merge* - ponuda upućena svim dioničarima portfeljnog društva ili 3. *asset acquisition MBO* – MBO transakcija koja ima cilj kupnju pojedinih dijelova imovne društva. Vidi više: Prelič, Saša, Zubović, Antonija, op. cit., bilj. br. 444., str. 304.

<sup>1139</sup> Transakcije u kojima su ponuditelji i članovi uprave portfeljnog društva i članovi uprave nekoga drugog društva nazivaju se *buy-in management buyout* – BIMBO. Razlikujemo i *employee buy-out*, ako dionice stječu zaposlenici društva. MBO transakcije mogu se podijeliti i na: 1. *Corporate buy-out* - ako dionice stječe drugo društvo ili 2. *IBO – institutional buy-out transakcije* - ako su stjecatelji institucionalni ulagatelji, gdje

U MBO transakcijama UAIF je predvođen članom uprave portfeljnog društva koji ima sve informacije u odnosu na portfeljno društvo, o vrsti industrije kojom se to društvo bavi, o prednostima i nedostacima portfeljnog društva koje je predmet ulaganja.<sup>1140</sup> On se pojavljuje s jedne strane kao UAIF, stjecatelj udjela portfeljnog društva, iskorištavajući postojeću informacijsku prednost (koju drugi ulagatelji moraju nadomjestiti kroz detaljan postupak dubinskog snimanja). S druge se strane pojavljuje na strani prenositelja, osobe koja otuđuje udjele / dionice portfeljnog društva, koji predstavlja i zastupa interese portfeljnog društva i/ili je i član uprave portfeljnog društva i dioničar portfeljnog društva, self dealing transakcije,<sup>1141</sup> te koji bi kao član uprave portfeljnog društva trebao zastupati interese portfeljnog društva i postići najbolju cijenu za prodaju dionica portfeljnog društva.<sup>1142</sup> No, kao kupcu/ulagatelju, cilj mu je u transakciji postići što nižu cijenu.

Ako je član uprave taj koji je namjeravani stjecatelj dionica/udjela portfeljnog društva i ono iznenada počinje ostvarivati odlične poslovne rezultate (a do tada ih nije imalo) postavlja se pitanje kako je to spojivo s rezultatima iz prethodnoga razdoblja u kojem ih nije bilo? Je li riječ o tome da su odjednom „manje sposobni“ članovi uprave postali „više sposobni“? Ili dioničari

---

dionice/udjele kupuje institucionalni ulagatelj PE/VC kako bi preuzeo društvo, razvio i pripremio za daljnju prodaju, ibid. str. 303. Vidi više: Skerlev, Branko, Miladin, Petar, Leveraged buyout - otkup poduzeća financijskom polugom - OFP poslovi, Pravo u gospodarstvu: časopis za gospodarsko-pravnu teoriju i praksu, vol. 53, br. 4(2014), str. 769-790. Vidi više i: Wright, Mike, Private equity and management buy-outs, u: Landström, H. (ed.), op. cit., bilj. br. 8., pogl. 11., str. 281-312., str. 283. Vidi i: Tubke Alexander, Success Factor of Corporate Spin-offs, ISEN International Studies in Entrepreneurship, New York, Springer, 2004.; Seel, Gregory Brian, An Overview of Leveraged Buyout Transactions, (2010), str. 1-9., dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1532261> (11.11.2020.).

<sup>1140</sup> Vidi više: Ilić, Miroslav, Odrednice rizika i povrata Alternativnih investicijskih fondova, Poslovna izvrsnost, vol. 11, br. 1(2017), str. 71-88., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/182910> (21.10.2020.).

<sup>1141</sup> *Self-dealing transactions*, javljaju se u dva oblika, kada članovi uprave sklapaju poslove sami s sobom, kao zastupnici i jedne i druge strane, ili kao pravni poslovi s trećim osobama gdje članovi uprave imaju osobni interes, ili pri donošenju odluka o naknadama, tzv. *executive compensation*, kao i pri prisvajanju koristi poslovanja društva za osobne potrebe člana uprave, tzv. *corporate opportunity*. Vidi više: Braut, Filipović, Mihaela, Položaj članova uprave dioničkog društva pri sklapanju ugovora u ime društva, ali s osobnim interesom u pravnom poslu, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 62, br. 4(2021), str. 1137-1173., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/94481> (31.7.2020.).

<sup>1142</sup> Dužnost lojalnog postupanja najvažnija je obveza uprave društva, a direktori je najčešće krše pri sklapanju ugovora s društvom kod sklapanja transakcija u vlastitu korist (engl. *self-dealing transactions*) ili pri donošenju odluka o naknadama direktora (engl. *executive compensations*) te pri prisvajanju koristi od poslovanja društva za osobne potrebe direktora (engl. *corporate opportunity*). Vidi više: Hasić, Tea, op. cit., bilj. br. 996., str. 793. Vidi još i: Rauteberg, Gabriel, Talley, Eric, Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty, An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers, Columbia Law Review, vol. 117, br. 5(2017), str. 1075-151., dostupno na: <https://repository.law.umich.edu/articles> (2.11.2020). O pojmu *corporate opportunity* vidi više u: Benston, George J., Hartgraves Al L., Enron – What happened and what we can learn from it, Journal of accounting and public policy, vol. 21 (2002), str. 105-127., dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.467.6520&rep=rep1&type=pdf> (26.12.2020.). Coffee John C., Understanding Enron, It is about the Gatekeepers, Stupid, Columbia Law School, 2002., [https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2272&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2272&context=faculty_scholarship) (26.12.2020.).

/udioničari nisu razumjeli viziju i misiju dotadašnje uprave i ograničavali članove uprave u njihovim naporima i/ili ih nisu svojim odlukama podupirali u postizanju cilja?

No mogući je i scenarij u kojem članovi uprave kao perspektivni stjecatelji dionica/udjela portfeljnog društva (i istodobno kao korporativni insideri) nastoje steći dionice/udjele portfeljnog društva što povoljnije. Članovi uprave mogu (unutar dopustivih, ali i manje dopustivih računovodstvenih tehnika) utjecati na prikaz poslovnih rezultata, ali i na sam rezultat. Potonje mogu učiniti i poduzimanjem transakcija kojima će doći do umanjenja imovine društva, što će opet utjecati na procjenu vrijednosti društva i u konačnici utjecati na cijenu financijskog instrumenta (npr. dionice) kojeg će kupiti ti isti članovi uprave društva. S obzirom na to da je članovima uprave, kada je u pitanju njihov osobni interes, cilj steći dionice što povoljnije, može se zaključiti da će svakako biti u iskušenju zagladiti financijske izvještaje i time smanjiti cijenu dionica portfeljnog društva.<sup>1143</sup> Dakle, činjenica da su članovi uprave korporativni insideri,<sup>1144</sup> daje im itekako prostora da na temelju povlaštenih i povjerljivih informacija kojima raspolažu, mogu utjecati na financijski rezultat društva, njegovo iskazivanje te samim time na vrijednost portfeljnog društva čije će dionice onda steći mnogo povoljnije.<sup>1145</sup> Tu se javlja potencijalni sukob interesa - uprava portfeljnog društva smanjuje vrijednost imovine društva kako bi mogla steći dionice/udjele u portfeljnom društvu povoljnije, a time ujedno oštećuje samo portfeljno društvo, ostale udioničare i potencijalno vjerovnike društva.<sup>1146</sup> Upućivanjem na odredbe o odgovornosti članova uprave u sinergiji sa strogim tumačenjem pravila poslovne prosudbe predstavlja moguće rješenje pitanja smanjivanja vrijednosti imovine društva od strane članova uprave.<sup>1147</sup> No, ovdje je riječ i o transakcijama povezanih osoba, koje je uređeno Direktivom o dugoročnom sudjelovanju dioničara, a koju je naš ZTD primijenio.

---

<sup>1144</sup> Članovi uprave portfeljnog društva, ujedno i ulagatelji AIF-a, potencijalni kupci portfeljnog društva, ne bi smjeli prekršiti načelo corporate opportunity (vidi bilj. 1141.). To znači da članovi uprave ne bi smjeli sklapati pravne poslove u svoje ime (osim ako ponude te koristi iz poslovanja portfeljnom društvu i izvijeste društvo o postojanju sukoba interesa (ex ante), umjesto u ime društva, kada bi posljedica takvog postupanja dovela do toga da društvo izgubi poslovnu priliku. Iako je takvo načelo proisteklo iz anglosaksonskog prava – i civil law zemlje su prihvatile to načelo kroz sudsku praksu. Vidi više: Braut Filipović, Mihaela, op. cit., bilj. br. 1085.

<sup>1145</sup> „U doktrini se ističe da bi se kod pravnih poredaka koji uređuju ovakav sukob interesa, navedene odredbe mogle primijeniti samo na teoretskoj osnovi, ali bi se vrlo teško primijenile u praksi pri ocjeni poduzetih postupaka direktora prije transakcije.“ Vidi više: loc. cit.

<sup>1146</sup> Sukob interesa može se pojaviti i favoriziranjem određene grupe dioničara/udioničara, tzv. *cherry picking* – ulagatelja, a među kojima je i sadašnji član uprave portfeljnog društva. On može predlagati skupštini portfeljnog društva potencijalne nove ulagatelje te vrlo lako može utjecati na odabir favoriziranjem svojih kandidata. Kako bi se to spriječilo, portfeljno društvo bi trebalo izraditi procedure kojima će predvidjeti metode vrednovanja novih ulagatelja. Dakle, i ovdje vidimo da portfeljno društvo ima alata kojima se može poslužiti u cilju sprječavanja sukoba interesa i postizanja transparentnosti pri zaključivanju transakcija.

<sup>1147</sup> Ibid., str. 309-331.



Stoga bi portfeljno društvo u svojim unutarnjim aktima trebalo propisati pravila koja bi se trebala primjenjivati pri utvrđenju da se radi o transakcijama s povezanim osobama.<sup>1148</sup>

Može se zaključiti da se kod LBO/MBO transakcija javljaju potencijalni sukobi interesa, a koje je već i Direktiva (EU) 2017/1132 o određenim aspektima prava društava (kodificirani tekst)<sup>1149</sup> prepoznala predviđajući da kada društvo, izravno ili neizravno, predujmi novčana sredstva ili dade zajmove ili pruži jamstvo radi stjecanja vlastitih dionica od treće osobe (LBO), da te transakcije moraju biti zaključene na temelju kumulativno ispunjenih pretpostavki koje je odredio zakonodavac te moraju biti poduzete u najboljem interesu društva. U suprotnom takvi su pravni poslovi ništetni. Rezultat tih transakcija ne smiju biti smanjivanje imovine ispod određenog postotka.<sup>1150</sup> RH je ove odredbe umetnuo u ZTD u članke 233. i 234.<sup>1151</sup> No i one se primjenjuju samo na d.d. kao dio doktrine o očuvanju temeljnog kapitala.<sup>1152</sup> Kada su članovi uprave društva nositelji takvih transakcija (MBO) riječ je o transakcijama s povezanim osobama. Za njih vrijede načela iz Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara, putem kojih se utvrđuje „bitnost“ takvih transakcija, prethodna suglasnost organa društva u skladu s politikama portfeljnog društva te njihova objava u cilju izbjegavanja sukoba interesa, odnosno upravljanja njime.<sup>1153</sup> Na temelju navedenoga razvidno je da postoji „dvostruki osigurač“ mehanizma zaštite. Jedna je komponenta kroz opće propise o zaštiti kapitala, a druga je kroz transakcije s povezanim osobama.

Kako je hrvatski zakonodavac zauzeo stav da LBO/MBO transakcije ne moraju nužno biti štetne za društvo, već ih treba normirati i kontrolirati, takav bi se pristup trebao de lege ferenda primijeniti i na transakcije društava ustrojenih u obliku d.o.o. te ih uvrstiti kao obvezatan predmet odlučivanja glavne skupštine portfeljnog društva kao prethodnu suglasnost za zaključenje transakcije. Pritom bi uprave portfeljnih društava trebale više koristiti mjere zaštite

---

<sup>1148</sup> Vidi više u pogl.: 3.2.7.3.1.2. Transakcije s povezanim osobama, str. 230. i dalje.

<sup>1149</sup> Direktiva (EU) 2017/1132 Europskog parlamenta i Vijeća 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava (kodificirani tekst) (u daljnjem tekstu: Direktiva o određenim aspektima prava društava), SL L 169, 30.6.2017.

<sup>1150</sup> Članak 64. Direktive o određenim aspektima prava društava.

<sup>1151</sup> Vidi više: Francuska ima propisan sukob interesa u članku L. 225-38, L. 225-40 i L. 225-42 francuskoga trgovačkog zakonika (Code de commerce), UK-u u odredbama u članku 177. *et seq* te 190. *et seq* Companies Act iz 2006. Vidi više: Prelič, Saša, Zubović, Antonija, op. cit., bilj. br. 473., str. 309.

<sup>1152</sup> Doktrina o očuvanju temeljnog kapitala postavlja ograničenja društvima u korištenju njihove imovine. Vidi više: ibid., str. 301-331. Bilić, Antun, Petrović, Siniša, Odgovornost članova organa društava u faktičnom koncernu, op. cit., bilj. br. 308., str. 727-752.

<sup>1153</sup> Članak 263.a, 263.b, 263.c i 263.d ZTD-a. Više o transakcijama s povezanim osobama, vidi u poglavlju: 3.2.7.3.1.2. Transakcije s povezanim osobama, str. 230. i dalje.

portfeljnog društva, ispregovarati povoljnije uvjete za portfeljno društvo, zadržavanje radnih mjesta, buduće planove ulaganja u rast i razvoj portfeljnog društva.

### 3.2.7. Ponašanje ulagatelja alternativnog investicijskog fonda u portfeljnom društvu tijekom trajanja ulaganja

Brojna istraživanja dokazuju kako portfeljno društvo nakon ulaska VC/PE eksponencijalno raste,<sup>1154</sup> za razliku od portfeljnih društava u kojima nije prisutan VC/PE kapital. To je rezultat aktivne uključenost VC/PE u upravljanje portfeljnim društvima, zapošljavanje ključnih ljudi kao i sudjelovanje u donošenju strateških odluka.<sup>1155</sup> Kada se tome pridoda njihov ulagateljski network (mreža ulagatelja) i iskustvo, rezultat biva vidljiv.<sup>1156</sup> Ako VC/PE ulazi u portfeljno društvo koje ima sposobnost i mogućnost daljnjeg eksponencijalnog rasta, VC/PE će ga pripremiti za javnu ponudu dionica ili će ga nastojati „dobro prodati“ trećoj strani. Ako se pri ulaganju u naizgled sposobno društvo s vremenom pokaže da ulaganje nije uspješno u očekivanoj mjeri, onda će UAIF usmjeriti to društvo ili prema likvidaciji, ili će iz njega izaći na način da portfeljno društvo otkupi udjele koje VC/PE drži u njima, izravno ili putem novog društva.

AIF-ovi, osobito HF-ovi, ali i PE-i, često se kritiziraju kao kratkoročni short-term ulagatelji te se učestalo vode rasprave jesu li oni uopće prijateljski nastrojeni prema portfeljnom društvu? S druge strane, ponašanja HF-ova kao najekstremnijih predstavnika fondovske industrije, mogu još dodatno potaknuti UAIF-ove na agresivnije tehnike ulaganja u portfeljna društva. Zakonodavac se, kroz AIFMD, prepoznavši takve prakse, detaljno pozabavio pitanjem ponašanja UAIF-ova pri stjecanju kontrole u portfeljnim društvima. Stoga su se u propisima prava društava nametnule dodatne obveze UAIF-ovima. To je učinjeno kako bi se disciplinirali dioničari portfeljnih društava, odnosno institucionalni ulagatelji, zauzdavajući apetite UAIF-a putem transparentnije kontrole njihovih ulaganja.

#### 3.2.7.1. Razlozi uvođenja zaštitnih mehanizama portfeljnih društava

---

<sup>1154</sup> Brav, Alon, Jiang, Wei, Partnoy, Frank, Thomas, Randall, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), op. cit., bilj. br. 39., str. 261-304., str. 286.

<sup>1155</sup> 60 % VC-a je uključeno barem jednom tjedno kroz suradnju s portfeljnim društvom. Vidi i: Gompers Paul, Gornal, William, Kaplan, Steven, Strebulaev, Ilya, How do venture capitalist make decisions, Journal of Financial Economics, str. 1-64., str. 16., dostupno na: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w22587/w22587.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22587/w22587.pdf) (11.6.2020).

<sup>1156</sup> Bruining, Hans, Verwaal, Ernst, Wright, Mike, Private equity and entrepreneurial management in management buy-outs, str. 591-605., dostupno na: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-011-9386-8> (7.6.2020.).

U ovom dijelu rada cilj je upozoriti na neke izazove i probleme koji su prepoznati u teoriji i praksi vezano uz ulaganja VC-a/PE-a i njihov značaj za društva u koja su uložili. Naime, kao što je već rečeno, UAIF se često u portfeljnim društvima ponaša po obrascu HF-ova, koji karakterizira kratkoročni horizont ulaganja, odnosno short-termism<sup>1157</sup> ili *corporative myopia*. To je investicijska strategija koja cilja na kratkoročno podizanje vrijednosti portfeljnog društva a zapravo mu dugoročno umanjuje perspektivu razvoja. Short-termism je vidljiv kada se stavi u omjer iznos neto dobiti koje portfeljno društvo isplaćuje svojim dioničarima, bilo kroz isplatu dividende ili putem buy-back transakcija, u usporedbi s iznosom dobiti koju ulažu u razvoj društva.<sup>1158</sup> Tako društva zadržavaju dobit i nagrađuju svoje dioničare.<sup>1159</sup> Stoga se isplate, tzv. pay-outs, bilo kroz isplatu dividende ili kroz buy-back transakcije, smatraju glavnim indikatorima short-termisma.<sup>1160</sup> Trgovačka društva / portfeljna društva time postaju manje produktivna i manje inovativna te dugoročno neodrživa sama za sebe, ali i za cjelokupnu ekonomiju. Poseban se problem javlja kada UAIF posluje „ispod radara“.<sup>1161</sup> To su situacije kada manji fondovi, koristeći iznimku od primjene AIFMD-a zbog njihove nedostatne veličine, pribjegavaju radnjama za koje ne bi bili ovlašteni poduzimati ako ulaze u polje primjene AIFMD-a u punom opsegu. No, i dalje je otvoren prijedor jesu li fondovi „čuvari interesa“ dioničara, jer proaktivno zastupaju njihove interese u portfeljnim društvima, ili su oni „tamna snaga“ dioničkih društava, ciljaju samo na brzi povrat ulaganja, pa time štete dugoročnim interesima društva i dioničara u cjelini?

---

<sup>1157</sup> Kada trgovačko društvo poduzima akcije da podigne vrijednost dionica na kraće vrijeme, a dugoročno šteti društvu to se naziva *corporative myopia* ili *short terminism*. Vidi više: Dallas, Lynne, Barry, Jordan M., Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting, vol. 40, (2015), Delaware Journal of Corporate Law, br. 541 (2015), San Diego Legal Studies Paper, br. 15-194, str. 543-645., dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2625926> (28.11.2020.).

<sup>1158</sup> O *share buy-back* govorimo kada društvo odluči kupiti nazad svoje dionice (bilo izravno od dioničara nudeći im za otkup dionica fiksnu cijenu) ili na tržištu. Društvo stječe na taj način vlastite dionice, posljedično se smanjuje broj dionica društva u optjecaju, a postojećim se dioničarima podiže vrijednost dionica u odnosu na ukupni temeljni kapital društva. European Commission Final Report; Study on directors duties and sustainable corporate governance; July 2020 European Union 2020., str. 9., dostupno na: [www.op.europa.eu](http://www.op.europa.eu) (28.11.2020.).

<sup>1159</sup> Loc. cit.

<sup>1160</sup> Sjøfjell, Beate... [et al.], Shareholder primacy; the main barrier to sustainable companies; u Sjøfjell, Beate, Richardson, Benjamin (ed.), Company Law and Sustainability, Legal Barriers and Opportunities, Cambridge, Cambridge University Press, 2015., University of Oslo Faculty of Law research Paper, br. 2015-37, str. 1-69., dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2664544](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2664544) (11.2.2021.).

<sup>1161</sup> HF-ovi u koje ulažu mahom institucionalni ulagatelj koji žele ostati anonimni često se povezuju s netransparentnošću. No kroz tu anonimnost i neobjavljivanje podataka o vlasničkoj strukturi najčešće se skrivaju sukobi interesa. Visoki financijski rizik i vrlo veliki aktivizam HF-a kao dioničara često dovodi do rasprava pridonose li oni društvu ili generiraju kratkotrajnu održivost društva, vodeći se ciljevima koji su potpuno suprotni dugoročnoj održivosti društva. To se osobito odnosi na pojave *empty votinga*, kada fond iskorištavajući svoj korporativni utjecaj ne preuzima razmjerni ekonomski rizik, ali ostvaruje korist. Vidi više: Moloney, Niamh, op. cit., bilj. br. 16., str. 271.

U nastavku rada ukratko će se pojasniti kako se ispoljava short-termism HF-ova. Ulaganja HF-ova, kao pretežno kratkoročna, obično su u suprotnosti s ciljevima uprave portfeljnog društva, koja se zalaže za dugoročiji razvoj i napredak portfeljnog društva. „Uz aktivnog HF-a kao dioničara, najbolje što se može savjetovati jest dobar odnos s dioničarima i kontinuirano nadziranje njihovih akcija.“<sup>1162</sup> Ovakav je stav posljedica aktivnosti HF-ova kao iznimno aktivnih, dominantnih dioničara u portfeljnim društvima. Nakon što steknu manjinski paket dionica, HF-ovi nastoje utjecati na poduzetničke ciljeve portfeljnog društva, primjerice počinju pregovarati s upravom društva o poboljšanju poslovne strategije. Ako uprava ne pristane na njihove prijedloge, usmjeravaju se na društvene mreže,<sup>1163</sup> medije te komuniciraju bez troškova s ostalim dioničarima. Također traže potencijalne saveznike u dioničarima koji bi ih podržali u prijedlozima ili drugim odlukama o kojima će se raspravljati i odlučivati na glavnoj skupštini. Mogu biti i u potrazi za dioničarima koji će im se pridružiti kao suparničari u postupcima po tužbama za utvrđenje odgovornosti sadašnjih ili bivših članova uprave. Zbog svoje glasačke snage, na temelju broja dionica koje imaju u društvu te stručnih znanja, mnogo su aktivniji u upravljačkom procesu portfeljnih društava u koje su uložili od malih dioničara. Kada društvo slabo posluje, potiču prodaju poduzeća ili promjenu uprave. Kada društvo ima likvidne imovine, potiču isplatu dividende ili prodaju te imovine. Tako bivajući proaktivni, učinkovito štite svoje ulaganje.

PE djeluju vrlo slično. Zaduživanje portfeljnog društava nakon ulaska UAIF-a postaje strogo kontrolirano, a s obzirom na reputaciju PE-a zajmovi su dostupni po povoljnijim uvjetima.<sup>1164</sup> Kada PE uđe u portfeljno društvo on ustrojava učinkoviti sustav korporativnog upravljanja,<sup>1165</sup> mijenja upravu portfeljnog društva te zahtijeva od uprave portfeljnog društva da ulaže više svog

---

<sup>1162</sup> Bratton, William W., McCahery, Joseph A., op. cit., bilj. br. 447., str. 3.

<sup>1163</sup> U zadnje se vrijeme mijenja stav prema HF-ovima. Osvijestile su se i uprave društva kao i sami dioničari, pa su spremniji braniti se protiv takvih izazova. Vidi više: Roberts, David William, Agreement in Principle, A Compromise for Activist Shareholders from the UK Stewardship Code, Vanderbilt Journal of Transnational Law, vol. 48, (2015) str. 543., dostupno na: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/vantl48&div=16&id=&page=> (2.8.2020.).

<sup>1164</sup> S jedne strane zbog toga jer, PE imaju reputaciju da minimaliziraju rizik povrata duga kao *certified intermediaries*, a s druge minimaliziraju rizik nevraćanja duga svojih portfeljnih društava djelujući između svojih portfeljnih društava i vjerovnika kao *monitoring intermediaries*. De Fontenay, Elisabeth, op. cit., str. 134.

<sup>1165</sup> Dok ulagatelji traže mehanizme kako da smanje troškove, upravitelji traže autonomiju i premoć u donošenju odluka, a radnici stalna radna mjesta i dobra primanja. Ta tri smjera prožimaju se kroz ciljeve i strategije svakog društva, a u cilju njegove održivosti i profitabilnosti. Korporativna kultura nesumnjivo je jedan od načina prevencije financijskih posljedica. Niti jedno društvo ne može apsolutno odstraniti rizik. No, volja za otklanjanjem pogreški, sposobnost uvidjeti pogreške te individualna načela i vrijednosti kao što su poštenje, odgovornost i neovisno mišljenje te poslovna etika, elementi su kojima se ona pospješuje. Vidi više: Roe, Mark, Vatiero, Massimiliano, Corporate governance and its Political Economy, u: Gordon, J. N., Ringe, W.-G. (ed.), Oxford Handbook of Corporate Law and Governance, Oxford, Oxford University Press, str. 56-83., dostupno na: <http://doc.rero.ch/record/235881/files/wp1503.pdf> (22.4.2016.).

kapitala u društvo. Upravo sintagma *skin in the game*<sup>1166</sup> najčešće opisuje tu situaciju. Kada je ona u primjeni veći se dio bonusa dodjeljuje u dionicama/udjelima, no te dionice/udjeli nisu likvidni ili su pod lock up periodom, odnosno ne mogu se unovčiti. Tek kada portfeljno društvo uvrsti svoje dionice na burzu putem javne ponude ili na neki drugi način dođe do dezinvestiranja UAIF-a, tada ti oblici nagrađivanja članova uprave postaju likvidni, odnosno unovčivi.

Istraživanja pokazuju, da se neposredno po ulasku AIF-a u portfeljno društvo (što uključuje i slučaj kada PE/VC ulaze u društvo)<sup>1167</sup> cijena dionica/udjela portfeljnog društva povećava, a što koristi svim dioničarima/udioničarima društva. Govorimo o pozitivnim kratkoročnim učincima. No, kada se razmatraju dugoročni učinci ulaganja AIF-a (a time i PE/VC) u portfeljno društvo,<sup>1168</sup> neovisno o tomu je li riječ o uvrštenom ili neuvrštenom društvu, situacija je obrnuta.<sup>1169</sup> VC/PE daju dodatnu vrijednost portfeljnim društvima jer se ponašaju kao *gatekeepers in the debt markets*.<sup>1170</sup> No njihovi su ciljevi kratkoročni, pa tako izvlače dobit iz društva umjesto da pridonose daljem razvoju i boljitku portfeljnog društva, smanjenjem operativnih troškova društva utječu na smanjenje plaća radnicima, a nerijetko i ukidaju radna mjesta. Smatra se da su vođeni isključivo pogodnostima koje dobivaju kroz porezne olakšice.<sup>1171</sup>

No, zbog čega su baš neuvrštena društva (i to najčešće d.o.o.) portfeljna društva UAIF-ova. Takva su društva podložna mnogim iznimkama od primjene punog opsega AIFMD-a, pa samim time imaju manje obveza u pogledu ulaganja, ali su i manjem opsegu podložna nadzoru

---

<sup>1166</sup> De Fontenay, Elisabeth, *Private Equity Firms as Gatekeepers*, op. cit., bilj. br. 969., str. 131.

<sup>1167</sup> The Alternative Investment Management Association (AIMA), *Unlocking value: the role of activist alternative investment managers*, 2015., str. 1-65., str. 48., London, Simmons & Simmons, dostupno na: [http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150223\\_AIMA.pdf](http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150223_AIMA.pdf) (22. 12. 2016.). Vidi više i: Brav, Alon., Jiang, Wei., Partnoy, Frank, Thomas, Randall, op. cit., str. 286.

<sup>1168</sup> Coffee, John C., *Hedge Fund Activism: What do we Know and not Know?*, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), op. cit., bilj. br. 36., pogl. 4., str. 694-706., str. 697.

<sup>1169</sup> Članak 4. stavak 1. točka ac AIFMD-a definira „neuvršteno društvo” kao društvo koje ima registrirano sjedište u Uniji i čije dionice nisu uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu u smislu točke 14. članka 4. točke 1. Direktive 2004/39/EZ. („Uređeno tržište” znači multilateralni sustav koji vodi i/ili kojim upravlja tržišni operater, a spaja ili omogućava spajanje višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prirodu financijskih instrumenata - u okviru sustava i u skladu s njegovim nediskrecijskim pravilima - na način koji dovodi do zaključivanja ugovora u vezi s financijskim instrumentima koji su uvršteni radi trgovanja po njegovim pravilima i/ili sustavu i koje posjeduje odobrenje i funkcionira redovito i u skladu s odredbama iz glave III.).

<sup>1170</sup> Loc. cit. S obzirom na to da u portfeljnim društvima kao većinski/ ili jedini dioničari/udioničari izabiru i nadziru upravu društva koja slijedi njihove upute, a svojom reputacijom omogućit će jeftinije zaduživanje portfeljnog društva.

<sup>1171</sup> Vidi više: Appelbaum, Eileen, Batt, Rose, Clark, Ian, *Implications of Financial Capitalism for employment relations research: Evidence from breach of trust and implicit contracts in Private Equity Buyouts*, dostupno na: [http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/35057/1/Clark\\_12586.pdf](http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/35057/1/Clark_12586.pdf) (19.7.2020.); Holger, Fleischer, Hupka, Jan Germany u Wymeersch, E. (ed.), op. cit., bilj. br. 89., str. 183-204.; Seretakis, Alexandros, *Taming the Locusts? Embattled Hedge Funds in the E.U.*, *New York University Journal of Law and Business*, vol. 10, br. 1(2013), str. 116-130., dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2460046> (15.11.2016.).

regulatora. PC/VE mogu više utjecati na upravu u d.o.o. putem obvezujućih uputa članova društava (dok to nije tako kod d.d.). S druge strane, kada PC/VE ulaže u d.d., to je povezano sa znatno većim troškovima te obvezama u skladu s propisima o tržištu kapitala. Tijekom ulaganja pribjegavaju tehnikama HF-ova, teže razotkriti loše upravljanje i promijeniti neučinkovite strategije upravljanja društvom, naravno, motivirani vlastitim interesima. Tim akcijama utječu na povećanje vrijednosti samog društva kojeg su dioničari.

No, problem se javlja kada koriste skrivene tehnike za jačanje utjecaja u društvu, poput primjerice jačanja glasačke snage, tzv. empty voting.<sup>1172</sup> Empty voting je takav oblik glasovanja dioničara na skupštini društva kod kojega glasovanje ne počiva na preuzimanju rizika, već je od njega odvojeno u cijelosti ili djelomično. Za glasačko pravo se kaže da je prazno (engl. empty) jer se nositelj glasačkog prava njime koristi, ali bez realne ekonomske podloge. Na glavnoj skupštini nastoje izglasati neke odluke, držeći samo privremeno potreban postotak glasačkih prava, a nakon što je odluka donesena otuđuju dionice. Time PE/VC neće snositi nikakve financijske posljedice vezano za tu odluku jer više nije dioničar ili se koristi kupnjom dionica uz nazadprodaju. Tu se prenose članska prava na dionicama, a ne dolazi do prijenosa prava glasa, tako da osoba – privremeni stjecatelj, ostvaruje sva prava iz dionica kao punopravni ovlaštenik te ne podliježe obvezi obavještanja.<sup>1173</sup>

Druga je pojava hidden ownership koji se pojavljuje kod držanja izvedenih financijskih instrumenata. U tom slučaju osoba nije imatelj dionice, no ovlaštena je utjecati na donošenje odluke kao da je pravi dioničar (skriveni dioničar).<sup>1174</sup> Ono se ostvaruje primjenom equity swapa (sporazuma dviju strana o razmjeni budućih novčanih tokova u unaprijed određeno vrijeme), kod terminskih poslova (također karakterističnih za HF-ove), gdje se razlika namiruje ili u novcu (engl. cash settled) ili u dionicama (engl. equity settled) te UAIF može steći veliki blok

---

<sup>1172</sup> Do takvih situacija dolazi kada se koriste dionice ili udjeli u društvu koji ne daju jednaka prava glasa, piramidalne strukture te drugi mehanizmi jačanja kontrole u društvu koji predstavljaju odstupanja od načela proporcionalnosti, te gdje su upravitelji kao (predstavnici fondova) udioničari u portfeljnom društvu usmjereni na maksimizaciju dobiti, većinom na kratkoročne ciljeve, za razliku od uprave društva koja u pravilu ima za cilj reinvestiranje dobiti ili dijela dobiti u cilju razvoja i unapređenja poslovanja, uvođenje novih tehnologija ili osvajanje novih tržišta. Vidi više: Zubović, Antonija, Čulinović-Herc, Edita, Piramidalne strukture i društva s uzajamnim udjelima kao oblik odstupanja od načela „jedna dionica-jedan glas“, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 40, br. 1(2019), str. 81-111.

<sup>1173</sup> Članci 482. - 493. ZTK-a. O neizravnim oblicima držanja dionica vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Zubović Antonija, (Ne)objavljivanje podataka o promjenama u korporativnoj strukturi uvrštenog dioničkog društva i utjecaj na prelazak kontrolnog praga – novi pojavni oblici držanja dionica ispod radara regulatora, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 34, br. 1(2013), str. 37-81, str. 37-48., dostupno na: Hrčak ID: 116270 (5.1.2022.).

<sup>1174</sup> Ibid., str. 60.

dionica, a da niti uvršteno društvo niti dioničari nisu niti morali biti obaviješteni o tom stjecanju, i za njega su saznali tek kada je transakcija provedena.<sup>1175</sup>

Zakonodavac ponukan ovom praksom „bildanja glasačke snage“ odlučio je zauzdati apetite UAIF-a, s jedne strane uvođenjem dodatnih obveza za UAIF kroz AIFMD, a s druge i putem prava društava, nametnuvši UAIF-u, kao posebnoj vrsti dioničara dodatne obveze u portfeljnom društvu. Kako je to zakonodavac osmislio i je li time zahvatio target društva VC/PE analizirat će se u nastavku rada.

### 3.2.7.2. Mehanizmi zaštite portfeljnog društva prema AIFMD-u

PE uobičajeno posluju na način da stječu kontrolni paket dionica ili udjela u portfeljnom društvu, promijene upravu društva, izaberu nove timove stručnjaka koji su specijalizirani za djelatnost kojom se bavi portfeljno društvo, promijene poslovnu strategiju i usmjere je ka postizanju dobiti. Kako VC ulaze u društvo u ranijoj etapi njegova razvoja, ovaj model za njih vrijedi samo uvjetno. Iako PE nisu izrazito kratkoročni ulagači kao HF-ovi, oni ne ulažu u društvo s namjerom da u njemu ostanu zauvijek. Oni poduzimaju mjere u cilju razvoja poslovanja portfeljnog društva do one točke u kojoj za njih postaje moguće da vrate dug s kojim su financirali kupnju društva te ostvare zacrtanu dobit. S obzirom na to da uobičajeno ne ulažu u portfeljna društva čije su dionice uvrštene na uređeno tržište, već je to jedna od njihovih metoda izlaska iz društva, AIFMD je predvidio zaštitne mehanizme koji se protežu od pojačanih obveza obavještanja i transparentnosti tijekom trajanja ulaganja, zabrane raspodjele imovine (engl. asset stripping), kao i uspostavljanje pojačane kontrole regulatora kroz dostavu i objavu točno propisanih izvještaja.

Osobita pažnja posvetila se normiranju situacija kada VC/PE stječe kontrolu nad neuvrštenim društvima<sup>1176</sup> gdje nastaje više obveza u pogledu obavještanja članova društva i zaposlenika

---

<sup>1175</sup> Vidi više Senn, Myriam, *The Regulation of Hedge Funds, Private Equity and Sovereign Wealth Funds*, u: Wymersch, E. (ed.), op. cit., bilj. br. 77., str. 135-157. Također se kao strategije *empty votinga* navodi i zaključivanje repo ugovora kao ugovora o osiguranju potraživanja, zaključivanje ugovora u razdoblju između *recording date* i dana održavanja same glavne skupštine ili kupovina i prodaja dionica na dan registracije. Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, *Tackling empty voting in the EU: the shareholders rights directive and the revised transparency directive*, *Croatian Yearbook of European Law and Policy*, vol. 11, (2015), str. 133-160. Više Cumming, Douglas, Na Dai, Johan, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 450., str. 545-581. Autori ističu da HF-i mogu inzistirati na strategijama koje će biti okidač za stečaj te onda preuzeti dug društva na sekundarnom tržištu. Vidi i: Henry, Hu T. C., Bernard, Black S., *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling, Governance and Systemic risk implications*, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), op. cit., bilj. br. 447., str. 349-351. Primjeri *Empty Votinga* su vidljivi u *recording date, soft parking of shares, ESOP – employee stock ownership plans*, kao i kroz dodjelu određenog broja dionica upravi, kroz neizvještanje kada sklope dugoročne aranžmane u *equity swap* ugovorima, tada ulagatelj ima glasačka prava, ali nema ekonomskog interesa.

<sup>1176</sup> Članak 26.-30. AIFMD-a.

o ciljevima ulaganja te izvještavanja nadležnih tijela matične države članice UAIF-a.<sup>1177</sup> Razlog donošenja tih odredbi jest zahtjev za transparentnošću i prema supervizorima i prema izdavateljima i ulagateljima u cilju dobroga funkcioniranja tržišta kapitala.<sup>1178</sup> Važno je istaknuti da je usvajanje tih zaštitnih mehanizama kroz AIFMD bio rezultat kompromisa između suprotstavljenih interesa strana.<sup>1179</sup> U odnosu na zahtjeve povećane transparentnosti kritike su išle u smjeru da treba zaštititi poslovne tajne društava i ulagatelja i portfeljnog društva,<sup>1180</sup> dok su oponenti prigovarali da je transparentnost nužna zbog utjecaja poslovanja PE-a na ekonomiju.

AIFMD je predvidio skup odredbi koje su u funkciji zaštitnih mehanizama portfeljnog društva kada PE/VC stekne u njemu kontrolu. Važno je naglasiti da je primjena tih odredbi ograničena samo na stjecanje kontrole u uvrštenim i neuvrštenim portfeljnim društvima.<sup>1181</sup> Države članice bile su dužne te odredbe umetnuti u svoja zakonodavstva, pa su tako i u ZAIF-u<sup>1182</sup> u potpunosti usklađene obveze UAIF-a ako fond stekne kontrolu nad neuvrštenim ili uvrštenim društvima.<sup>1183</sup>

AIFMD<sup>1184</sup> propisuje da kontrola za neuvrštena društva,<sup>1185</sup> znači „više od 50 % prava glasa u društvu“ (tu se pribraja i pravo glasa subjekta koji kontroliraju UAIF i fizičkih ili pravnih osoba koje djeluju u svoje ime, ali za račun AIF-a ili društva kojeg kontrolira AIF).<sup>1186</sup> Svaki put kada postotak glasačkih prava koje ima UAIF u neuvrštenom društvu prijeđe određeni prag to postaje okidač za izvještavanje regulatora.<sup>1187</sup> Kontrola za uvrštena društva, u skladu s Direktivom o

---

<sup>1177</sup> Članak 27. i 28. AIFMD-a.

<sup>1178</sup> EU - Commission Staff working document Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of the Alternative Investment Fund Managers, Brussels, 10.6.2020., SW D (2020) 110 final, str. 38; dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200610-aifmd-application-scope-working-document\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200610-aifmd-application-scope-working-document_en.pdf) (13.11.2020.).

<sup>1179</sup> Osobito iz redova fondovske industrije kritizirano je da je to područje prerogulirano.

<sup>1180</sup> Clerc, Christophe, op. cit., bilj. br. 13., str. 649-666.

<sup>1181</sup> S obzirom na definiciju neuvrštenog društva (vidi bilj. br. 1170) to se ne odnosi na društva ustrojena u obliku d.o.o.

<sup>1182</sup> Članak 179. - 183. ZAIF-a.

<sup>1183</sup> Te su odredbe uključene u UK, kroz The Alternative Investment Fund managers Regulations 2013., 2013., No. 1773. Part 5, Regulation 38-42., dostupno na: [www.legislation.gov.uk](http://www.legislation.gov.uk) (15.6.2020.).

<sup>1184</sup> Članak 26. AIFMD-a.

<sup>1185</sup> Pojam neuvrštenog društva vidi bilj. 1169.

<sup>1186</sup> Članak 179. stavak 6 ZAIF-a: „Time nisu obuhvaćeni svi oblici zajedničkog djelovanja radi stjecanja kontrole, kao što bi to primjerice bilo djelovanje AIF-a s drugim članom portfeljnog društva (koji nije drugi UAIF) temeljem sporazuma“. Vidi više: Čulinović-Herc, Edita, Braut, Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, op. cit., bilj. br. 437., str. 27-28.

<sup>1187</sup> UAIF je dužan obavijestiti regulatora, HANFA-u kada stječe, otpušta ili drži dionice neuvrštenog društva, o postotku kojeg AIF ima u glasačkim pravima u neuvrštenom društvu svaki put kada takav postotak dosegne, prijeđe ili padne ispod praga od 10 %, 20 %, 30 %, 50 % i 75 % (članak 27. stavak 1. AIFMD-a). U slučaju kad



ponudama za preuzimanje,<sup>1188</sup> ovisi o nacionalnim rješenjima država članica. Sukladno Zakonu o preuzimanju dioničkih društava u RH,<sup>1189</sup> kontrola nastaje kada fizička ili pravna osoba, neposredno ili posredno, samostalno ili djelujući zajednički, stekne dionice s pravom glasa ciljnog društva, tako da zajedno s dionicama koje je već stekla prijeđe prag od 25 % dionica s pravom glasa ciljnog društva (kontrolni prag).<sup>1190</sup>

U nastavku će se rada analizirati što znači stjecanje kontrole za neuvrštena društva kao i obveze koje nastaju za UAIF kada dosegne kontrolu. Upozorit će se i na problem koji se javlja na temelju odredbi koje omogućuju UAIF-a da se izuzme od ispunjavanja navedene obveze u slučaju stjecanja kontrole.

#### 3.2.7.2.1. Obveze transparentnosti

Kada UAIF stekne kontrolu nad neuvrštenim društvom ili izdavateljem,<sup>1191</sup> dužan im je, kao i nadležnom tijelu matične države, učiniti dostupnim<sup>1192</sup> informacije o identitetu UAIF-a koji je stekao kontrolu, politici za upravljanje i sprječavanje sukoba interesa, posebice između UAIF-a, AIF-a i neuvrštenog društva / izdavatelja, uključujući informacije o posebnim mjerama zaštite uspostavljenima u cilju da je svaki sporazum između UAIF-a i/ili AIF-a i neuvrštenog društva, odnosno izdavatelja zaključen nepristrano. UAIF je dužan dostaviti i informacije o politici za vanjsku i unutarnju komunikaciju u vezi s neuvrštenim društvom / izdavateljem posebno u odnosu na radnike. Putem obavijesti UAIF će zatražiti da uprava portfeljnog društva bez odgode obavijesti predstavnike radnika ili same radnike.<sup>1193</sup> UAIF je dužan društvu i

---

stekne kontrolu u neuvrštenom društvu, UAIF je dužan o stjecanju kontrole obavijestiti neuvršteno društvo, dioničare čiji su identiteti i adrese dostupni UAIF-u i nadležna tijela države članice. Obavijest će se dostaviti bez odgode, a najkasnije u roku 10 radnih dana, od dana stjecanja, te mora sadržavati konačno stanje u odnosu na pravo glasa, uvjete pod kojima je kontrola stečena i datum (članak 180. stavak 3. ZAIF-a). UAIF je u obavijesti dužan zatražiti i „nastojati da“ uprava neuvrštenog društva bez odgode obavijesti predstavnike radnika ili radnike o stjecanju kontrole.

<sup>1188</sup> Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004 o ponudama za preuzimanje od 21. travnja 2004. godine, SL L 142/12 od 30.4.2004. (u daljnjem tekstu: Direktiva o preuzimanju).

<sup>1189</sup> Članak 9. Zakona o preuzimanju dioničkih društava Narodne novine, br. 109/07., 36/09., 108/12., 90/13., Odluka USRH broj: U-I-4469/2008 i dr., 99/13 – Odluka USRH broj: U-I-2470/2010 i dr., 148/13 (u daljnjem tekstu: ZPDD).

<sup>1190</sup> U skladu s Direktivom o preuzimanju, prag kod država članica je različit, ali za većinu država članica uključujući i UK je preko 30%, dostupno na: <http://www.linklaters.com/en/insights/publications/aifm/asset-stripping> (15.6.2020.). Vidi više i u: Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, Tackling, empty voting in the EU: the shareholders rights directive and the revised transparency directive, op. cit., bilj. br. 1173., str. 53. i dalje.

<sup>1191</sup> Izdavatelj je naziv koji se koristi za uvršteno društvo.

<sup>1192</sup> Članak 28. stavak 4. AIFMD-a (članak 181. stavak 4. ZAIF-a).

<sup>1193</sup> Članak 28. stavak 3. AIFMD-a.

njegovim dioničarima objaviti i svoje namjere u vezi s budućim poslovanjem portfeljnog društva i vjerojatnim posljedicama na zapošljavanje, uključujući sve važne promjene u uvjetima zapošljavanja.<sup>1194</sup> Novouvedenim pojačanim obvezama transparentnosti UAIF-a u odnosu na samo portfeljno društvo, upravu društva i njegove radnike, nastoji se već pri ulasku fonda omogućiti portfeljnom društvu da prepozna i utvrdi ciljeve AIF-a te osigura zadržavanje radnih mjesta.<sup>1195</sup>

AIFMD uvodi obvezu UAIF-a i u odnosu na godišnje izvještavanje neuvrštenog društva<sup>1196</sup> te obvezuje UAIF da zatraži i poduzme sve kako bi osigurao da godišnje izvještaje uprava neuvrštenog društva učini dostupnima predstavnicima radnika ili samim radnicima, a posebno u odnosu na sve važne događaje koji su nastupili od završetka poslovne godine, vjerojatnom budućem razvoju društva i stjecanju vlastitih dionica, kako neuvršteno društvo ne bi steklo te dionice s namjerom da ih prenese na UAIF ispod radara.<sup>1197</sup>

Međutim problem se javlja kod ulaganja UAIF-a u neuvrštena društva koja ne kotiraju na burzi i kada su to mala i srednja poduzeća, jer su to ciljne skupine AIF-ova poduzetničkog kapitala. Za ta društva dužnost obavještanja AIF-ova u smislu stjecanja postotka glasačkih prava ili objavljivanja stjecanja kontrole ne postoji.<sup>1198</sup>

Naime, AIFMD<sup>1199</sup> je od primjene izuzeo (osim subjekata posebne namjene, osnovanih radi kupnje, posjedovanja ili upravljanja nekretninama) i još jednu kategoriju i to male i srednje poduzetnike koji imaju manje od 250 prosječno zaposlenih radnika tijekom poslovne godine,

---

<sup>1194</sup> Članak 28. stavak 4. AIFMD-a

<sup>1195</sup> Sud u Delaware donio je odluku kojom je utvrdio da je uprava portfeljnog društva ovlaštena oduprijeti se preuzimanju u namjeri da zaštiti korporativnu kulturu i zajednicu, vidi više Ordower, H., United States, u: Wymeersch Eddy, op. cit., bilj. br. 89., str. 403-431. U UK-u većina državnih poduzeća je privatizirana, no sporazumno je državi pripala - *golden shares* dionica koja daje Vladi UK-a da sudjeluje u strateškim odlukama koje su od javnog interesa, ili da odredi maksimalno postotak preko kojeg dionice u pojedinom društvu ne mogu biti u vlasništvu stranoga državljanina, ili propisivanjem uvjeta za imenovanje članova uprave ili NO-a, ili su neke odluke valjane tek kada dobiju suglasnost Vlade ili nadležnog ministarstva. Pitanje upotrebe *golden shares* bilo je pitanje rasprave na Europskom sudu pravde koji je zauzeo stav da ako se *golden shares* upotrebljava kao sredstvo zaštite javnog interesa, onda to opravdava takvu mjeru. Vidi više: McVea, Harry, United Kingdom, u: Wymeersch Eddy (ed.), op. cit., bilj. br. 89., str. 343-399.

<sup>1196</sup> Commission Recommendation of 09. April 2014 on the quality of corporate governance reporting (comply or explain) 2014/208/EU OJ L 109/4 od 12.04.2014. godine. U skladu s Preporukom Komisije društva trebaju izbjeći sastavljanja preopćenitih izvještaja kojima se ne mogu obuhvatiti važni aspekti za dioničare, kao i izvještaj koja predstavljaju puku formalnost, na način da se iznese niz informacija koja zapravo ne odrede ono što je bit izvještavanja, a to je precizna i pravodobna informacija.

<sup>1197</sup> Članak 29. AIFMD-a (čl. 182. stavak 2. ZAIF-a) ZAIF propisuje i da je UAIF kada stekne kontrolu nad neuvrštenim društvom dužan dostaviti informacije o financiranju predmetnog stjecanja (čl. 181. ZAIF-a).

<sup>1198</sup> Vermuelen, Erik P.M., Pereira, Diego, Nunes, Diasa, The European Venture Capital Cycle in the Post-AIFMD Era, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 31., pogl. 24., str. 593-611.

<sup>1199</sup> Članak 26. stavak 2. AIFMD-a, članak 179. stavak 2. ZAIF-a.

ostvaruju manje od 50 milijuna EUR-a prihoda godišnje i čija ukupna aktiva iznosi najviše 43 milijuna EUR-a (u daljnjem tekstu: SME). Ta mala i srednja društva su ciljna društva poduzetničkog kapitala i ona su najmanje transparentna, a kako je asimetričnost informacija najzastupljenija, time je i iskorištavanje premoći UAIF-a najizglednije. Naš je zakonodavac u ZAIF primijeno te odredbe, ali pritom oslobađajući te obveze i „male“<sup>1200</sup> i „srednje“ UAIF-ove<sup>1201</sup> ako stječu kontrolu nad neuvrštenim društvom/izdavateljem. S obzirom na to da su ciljna društva VC-a/PE-a mali i srednji poduzetnici, a kojih je prema istraživanju od 2014. do 2019. godine zastupljeno 99,7 % društava u RH,<sup>1202</sup> taj se zaštitni mehanizam na njih neće primijeniti i oni će ostati izvan obuhvata zaštite kao i „mali i srednji UAIF“<sup>1203</sup> koji zbog toga što im portfelj nije dovoljno velik isto tako neće morati poštovati ove zaštitne mehanizme. Time moramo pridodati i činjenicu da je u SME društvima zaposleno gotovo tri četvrtine svih zaposlenih (72,2 %) u poslovnim subjektima u RH u 2018. godini (taj udio zaposlenih u SME bio je isti i godinu dana ranije), što govori o tome da zapravo tri četvrtine zaposlenih u RH neće moći ostvariti prava koja su predviđena za zaštitu prava radnika putem AIFMD-a.

Prema podacima CEPOR-a<sup>1204</sup> u 2019. godini mikro poduzeća zapošljavala su 286.603 tisuće radnika, mala poduzeća zapošljavala su 249.826 tisuća radnika, srednja 189.139 tisuća radnika, dok su velika poduzeća zapošljavala 250.158 radnika. Kada tome dodamo podatke da je udio u prihodu velikih poduzeća u 2019. godini bio 39 % a mikro, malih i srednjih poduzeća bio 61,3 %, ti podatci dovoljno govore o važnosti malih i srednjih društava za ekonomiju našeg društva. Stoga ako uz ekonomski napredak (prosperitet) želimo pokazati i društvenu odgovornost onda je potrebno takva portfeljna društva i njihove zaposlenike zaštititi i osigurati. Nažalost to je potpuno izostalo iz regulacije. Naime, ciljna društva AIF-a rizičnog ili poduzetničkog kapitala, a to su upravo mala i srednja društva - društva koja nisu niti neuvrštena društva,<sup>1205</sup> a nisu ni društva izdavatelji (društva ustrojena kao d.o.o.), nisu uopće ušla u područje primjene AIFMD-a, a niti našeg regulatora. Iz svega proizlazi da cilj koji je trebao biti dosegnut uvođenjem ovih

---

<sup>1200</sup> Članak 16. stavak 4. točka 16. ZAIF-a.

<sup>1201</sup> Članak 17. stavak 2. točka 8. ZAIF-a.

<sup>1202</sup> CEPOR, Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj, Zagreb, 2019., str. 14. Dostupno na: <http://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2015/03/SME-REPORT-2019-HR-WEB.pdf> (16.6.2020.), (u daljnjem tekstu: CEPOR 2019).

<sup>1203</sup> Vidi više u poglavlju: 2.2.2.5.1.6. Alternativni investicijski fondovi s obzirom na veličinu portfelja, str. 76 i dalje.

<sup>1204</sup> CEPOR 2019., str. 8.

<sup>1205</sup> Neuvršteno društvo je dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici čije dionice nisu uvrštene na uređeno tržište u smislu zakona kojim se uređuje tržište kapitala, članak 4. točka 39. ZAIF-a.

odredbi nije postignut, a zakonodavac je to propustio učiniti i izmjenom ZAIF-a iz 2021. godine. Te bi odredbe de lege ferenda zakonodavac trebao uvrstiti u ZAIF i proširiti na stjecanje „svih portfeljnih društava“, upravo s obzirom na broj radnika koja takva portfeljna društva zapošljavanju te od „svih vrsta UAIF-a“, dakle polje primjene proširiti na sve oblike malih i srednjih portfeljnih društava i to kada udjele u njima stječu u cjelini i mali i srednji UAIF, kako bi se ispunili zahtjevi transparentnosti i brige za društvo u cjelini.

Dodatno, valja istaknuti da je prema Izvješću EU-a - Commission Staff working document - Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of the Alternative Investment Fund Managers (u nastavku skraćeno: Staff working document),<sup>1206</sup> svega 12% PE steklo kontrolu u nevrštenim društvima te nije potpalo pod iznimku članka 26 AIFMD, već su bili dužni postupiti po AIFMD. Većina njih takve postojeće odredbe u slučaju stjecanja kontrole nije smatrala otežavajućim, ali niti osobito korisnim, no izrazili su nezadovoljstvo naglašavajući da one svakako povećavaju troškove transakcije.<sup>1207</sup> Stoga je vidljiva potreba za daljnjim unapređenjem zakonodavnog okvira, a kao jedno od unapređenja autorica vidi u proširenju primjene odredbi obveza transparentnosti i to proširenjem subjekata na koje se odnosi – kako je naprijed navedeno – na stjecanje svih portfeljnih društava od strane svih vrsta UAIF-a.

### 3.2.7.2.2. Zabrana raspodjele imovine (engl. Asset stripping)

Drugi zaštitni mehanizam koji će se analizirati i koji uvodi AIFMD jest zabrana raspodjele imovine (engl. asset stripping) portfeljnog društva, ali pod točno određenim uvjetima, ne općenito. Naime, cilj je AIFMD-a zaštititi kapital portfeljnog društva u razdoblju od najmanje dvadeset i četiri mjeseca nakon što portfeljno društvo preuzme AIF. Razlog donošenja tih odredbi su učestale kritike kojima su VC/PE često popraćeni zbog svojih tehnika financiranja, da AIF preuzima društvo samo iz razloga da rasproda njegovu imovinu bez obzira na posljedice za radnike i zajednicu općenito,<sup>1208</sup> odnosno da imovinom društva raspolaže špekulantski.<sup>1209</sup>

---

<sup>1206</sup> EU-Commission Staff working document Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of the Alternative Investment Fund Managers, Brussels, 10.6.2020.; SWD (2020) 110 final, str. 39., dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs\\_autres\\_institutions/commission\\_europeenne/swd/2020/0110/COM\\_SWD\(2020\)0110\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/swd/2020/0110/COM_SWD(2020)0110_EN.pdf) (u daljnjem tekstu: EU SWD 2011/61), (6.9.2023.).

<sup>1207</sup> EU SWD 2011/61, str. 39.

<sup>1208</sup> Holger, Fleischer, Hupka, Jan, op. cit., bilj. br. 88., str. 199.

<sup>1209</sup> Autor ističe da je okvir ovakvog uređenja potekao od stava člana Europskog parlamenta, Rasmussena, koji je isticao da „društva rizičnog kapitala – doživljavaju društva – poduzeća kao imovinu“. Oni se ponašaju više kao „trgovci nego kao poduzetnici“. No prema njegovu shvaćanju, trgovačka društva su mnogo više od imovine, ona se sastoje od ljudi koji rade na projektima, s odgovarajućom opremom te koja nose korijenje u lokalnoj zajednici,

Ističe se da PE ima pozitivnih učinaka na portfeljno društvo, no s druge strane uprava portfeljnog društva nakon što ga preuzme PE biva orijentirana isključivo na kratkoročne ciljeve a što ipak predstavlja problem.<sup>1210</sup> Nakon što je PE preuzeo dionice u portfeljnom društvu izdavatelja ili neuvrštenog društva, odnosno stekao kontrolni udio, a pod pretpostavkom da portfeljno društvo dobro posluje, PE koji ima kratkoročni cilj, želi što prije ostvariti prinos i to putem raspodjele imovine društva. Kada govorimo u ulaganju u posrnulo ili prezaduženo portfeljno društvo, pod krinkom optimizacije društva, PE će pokušati doći raspodjelom imovine do željenog prinosa.<sup>1211</sup> Stoga je glavna premisa ove relativne zabrane onemogućiti raspodjelu dioničarima koja bi se inače dogodila kako bi se ostvario brzi prinos<sup>1212</sup> te potaknulo dugoročno financiranje.

AIFMD<sup>1213</sup> propisuje kada UAIF za račun AIF-a kojim upravlja samostalno ili zajednički, stekne kontrolu nad neuvrštenim društvom ili izdavateljem, tijekom razdoblja od 24 mjeseca nakon što je AIF stekao kontrolu nad portfeljnim društvom, ne smije omogućavati, podupirati niti nalagati bilo koju raspodjelu,<sup>1214</sup> kao niti smanjenje temeljnog kapitala društva, otkup dionica i/ili stjecanje vlastitih dionica te ne smije glasovati na skupštini toga društva za takve odluke. Ako je ovlašten ostvarivati glasačka prava za račun AIF-a, na sjednicama skupštine odnosno glavne skupštine ne smije glasati za raspodjelu vezanu za smanjenje temeljnog kapitala, otkup dionica i/ili stjecanje vlastitih dionica društva. Izraz raspodjela uključuje isplate dividendi i udjela u vezi s dionicama, dok se odredbe o smanjenju temeljnog kapitala ne primjenjuju na smanjenje temeljnog kapitala koje se provodi da bi se pokrili gubitci ili unijela

---

i to su vrijednosti koje treba štiti i za kojeg se treba zalagati. Clerc, Christophe, op. cit., bilj. br. 32., str. 575 – 591.

<sup>1210</sup> Mollers, T.M.J., Harrer, A., Kruger, T.C., The AIFM Directive and its Regulation of Hedge Funds and Private Equity, str. 99-101., dostupno na: <https://opus.bibliothek.uni-augsburg.de/opus4/frontdoor/deliver/index/docId/66898/file/30JLCom87.pdf> (12.11.2020.).

<sup>1211</sup> Clerc, Christophe, The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 23., str. 649-666, str. 652.

<sup>1212</sup> Po prvi put se u zakonodavstvo uvodi pojam zabrane raspodjele imovine (engl. *asset stripping*), što se smatra značajnim konceptijskim pomakom. Vidi više: ibid., str. 665.

<sup>1213</sup> Članak 30. AIFMD-a, članak 183. ZAIIF-a; slovenski članak 110. ZUAIS-a. UK je umetnula odredbe AIFMD-a u Alternative Investment Fund Regulation 2013, članak 43., dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1773/regulation/43/made> (11.11.2020.).

<sup>1214</sup> Zabranjene raspodjele odnose se na svaku raspodjelu dioničarima, odnosno članovima društva ako je na datum zaključenja posljednje poslovne godine netoimovina, navedena u godišnjim financijskim izvještajima društva, bila niža ili bi nakon takve raspodjele postala niža od iznosa temeljnog kapitala uvećanog za rezerve koje ne mogu biti raspodijeljene na temelju zakona ili statuta odnosno društvenog ugovora. Pritom se podrazumijeva da ako dio temeljnog kapitala koji nije uplaćen nije iskazan u imovini bilance, odbija se od iznosa temeljnog kapitala i svaku raspodjelu dobiti dioničarima, odnosno članovima društva, čiji bi iznos prelazio iznos ostvarene dobiti na kraju posljednje poslovne godine uvećan za zadržanu dobit i iznose rezervi koji se mogu koristiti u tu svrhu, umanjeno za iznos svih prenesenih gubitaka i za iznose unesene u rezerve u skladu sa zakonom ili statutom, odnosno društvenim ugovorom društva u kojem je stekao kontrolu (članak 30. stavak 2. AIFMD-a).

sredstva u rezerve koje se ne mogu raspodijeliti, pod uvjetom da, nakon provedenog smanjenja, iznos takvih rezervi nije viši od 10 % smanjenog upisanog kapitala.<sup>1215</sup> Znači, UAIF u razdoblju od dvadeset četiri mjeseca ne smije glasovati na skupštini toga portfeljnog društva za odluke koje bi bile suprotne navedenim odredbama o zabrani raspodjele imovine. Štoviše, UAIF mora u svakom slučaju nastojati spriječiti raspodjelu imovine putem isplate dividende i udjela u vezi s dionicama suprotno članku 30. stavak 2. AIFMD-a. No i ovdje se primjenjuju iznimke u odnosu na mala i srednja poduzeća i subjekte posebne namjene osnovane radi kupovine i prodaje nekretnina, pa i za ovu vrstu zaštitnoga mehanizma vrijedi iznesena kritika.

Postavlja se pitanje, zbog čega je takva odredba unesena u tzv. financijsku direktivu, a ne u pravo društava. Zbog čega takvo postupanje nije predmet uređenja Direktive u pogledu dugoročnoga sudjelovanja dioničara?<sup>1216</sup> Zašto članovi društva koji ulažu svoj kapital u društvo, nemaju ograničenja u raspodjeli imovine tog društva, odnosno nisu „ograničeni“ u disponiranju svojim pravima, već se to odnosi samo na UAIF-ove kao zasebnu vrstu dioničara. Neki autori ističu da je ovom odredbom dužnost upravitelja da djeluje u najboljem interesu ulagatelja u AIF, kao krovnom načelu povjereničkog odnosa između ulagatelja i upravitelja, žrtvovano privremeno, zbog integriranja društvene odgovornosti upravitelja pri donošenju odluke o ulaganju. Razlog tome jest kako bi se zaštitilo portfeljno društvo, odnosno njegove zaposlenike, štiteći time radna mjesta, a time i šire društvenu zajednicu i gospodarstvo u cjelini.<sup>1217</sup> S druge strane, dodatno se UAIF-ove kao članove društva/dioničare stavlja u neravnopravan položaj u odnosu na ostale članove portfeljnog društva, pa ne samo što ovdje žrtvuju „povjerenički odnos“, već su im uskraćena i osnovna članska prava, kao pravo na glasovanje, doduše, u jednom određenom razdoblju.

### 3.2.7.3. Razvojni put zaštitnih mehanizama portfeljnog društva prema pravu društava

UAIF-ovi su motivirani da portfeljno društvo maksimizira dobit s obzirom na visinu i strukturu naknade koju primaju za upravljanje, pa kroz proces upravljanja snažno utječu na portfeljno društvo za tijekom trajanja odnosa ulaganja. Zbog toga UAIF postaje važan dionik korporativnog upravljanja koji treba sam djelovati društveno odgovorno, ali i poticati takvo

---

<sup>1215</sup> Članak 30. stavak 3.a AIFMD-a.

<sup>1216</sup> Direktiva (EU) 2017/828 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. svibnja 2017. o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara, SL 132, 20.5.2017.

<sup>1217</sup> Zetsche, Dirk A., Preiner, C. D., CSR, Responsible Investments and the AIFMD, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 8., str. 167-192., str. 187. Vidi i: Zetsche, Dirk A., Investment Law as Financial Law: From Fund Governance over Market Governance to Stakeholder Governance?, Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht, dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2344340](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2344340) (11.11.2020.).

ponašanje i na razini portfeljnog društva. Europska komisija je izradila 2014. godine Prijedlog Direktive EU 2017/828 o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu dugoročnog sudjelovanja dioničara i Direktive 2013/34/EU u pogledu određenih elemenata izvješća o korporativnom upravljanju.<sup>1218</sup> Prijedlog je bio potaknut željom da se dodijele veća prava dioničarima pri donošenju odluka u svezi s nagrađivanjem uprave, tzv. *say or pay*,<sup>1219</sup> u odnosu na transparentnost povezanih transakcija i njihovo odobravanje od dioničara. S druge strane, namjera je bila i proširiti opseg obveza za UAIF (šire od ovih predviđenih zakonom), jer se smatralo da se dionice uvrštenih društava drže putem lanaca posrednika, čime se otežava aktivnije sudjelovanje dioničara. Stoga je izražen stav da je utvrđivanje identiteta dioničara ključno za lakšu komunikaciju i suradnju između dioničara i međusobno i prema društvu. Također se ističu UAIF-ovi u pogledu njihova kratkoročnog sudjelovanja u razvoju društva koje može imati vrlo negativne posljedice na samo društvo, te je bila namjera obvezati UAIF-ove da i oni kao dioničari, zajedno s upravom društva brinu o dugoročnoj uspješnosti samog društva.<sup>1220</sup> Doduše, kao i AIFMD, i Direktiva o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara kao obveznike primjene ovih odredbi u skladu sa *size-based exemption*,<sup>1221</sup> određuje UAIF-ove koji ne ispunjavaju uvjete za iznimke od AIFMD-a.<sup>1222</sup> To znači da je samo veliki UAIF obveznik Direktive. Ako UAIF prijeđe pragove određene u AIFMD-u i to traje dulje od tri mjeseca, onda potpadaju pod puni opseg AIFMD-a (članak 4. Uredbe 231/2013), a ujedno i Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara. Prethodno navedene odredbe odnose

---

<sup>1218</sup> Proposal for a Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement; [http://www.ipex.eu/IPEXL\\_WEB/dossier/document/COM20140213.do?appLng=HR](http://www.ipex.eu/IPEXL_WEB/dossier/document/COM20140213.do?appLng=HR) (28.8.2015.). Vidi više i: Böckli, Peter ... [et al.], *Shareholder Engagement and Identification* (February 23, 2015), dostupno na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2568741P> (12.2.2021.).

<sup>1219</sup> Tomić, Lucia A., Žunić, Marko, Audić Vuletić, Suzana, *Upcoming challenges on regulating remuneration of the directors and Implementing remuneration policies*, *Journal for the International and European Law, Economics and Market Integration*, vol. 5, br. 2(2018), str. 323-344.

<sup>1220</sup> Provedbena uredba Komisije (EU) 2018/1212 od 3. rujna 2018. o utvrđivanju minimalnih zahtjeva za provedbu odredbi Direktive 2007/36/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu utvrđivanja identiteta dioničara, prijenosa informacija i olakšavanja izvršavanja prava dioničara, SL L223, 4.9.2018. Uredba nameće dodatne obveze institucionalnim ulagateljima i UAIF-u putem prava društava, kao posebnim vrstama dioničara. Njome se nastojalo putem obrazaca ujednačiti podatke i strukturu poruka pri prijenosu informacija između posrednika, izdavatelja i dioničara.

<sup>1221</sup> Članak 1. stavak 1. točka b i točka d. i članak 2 točka f. Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.

<sup>1222</sup> Članak 1. stavak 2. točka f. Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara. Na temelju članka 3. stavak 2. AIFMD-a ne primjenjuje se na UAIF-e: (a) koji bilo izravno ili neizravno, putem društva s kojim je UAIF povezan zajedničkim upravljanjem ili kontrolom, ili znatnim izravnim ili neizravnim udjelom, upravljaju portfeljima AIF-ova čija imovina pod upravljanjem, uključujući imovinu stečenu korištenjem financijske poluge, ukupno ne prelazi prag od 100 milijuna EUR-a, ili (b) UAIF-e koji bilo izravno ili neizravno, putem društva s kojim je UAIF povezan zajedničkim upravljanjem ili kontrolom, ili znatnim izravnim ili neizravnim udjelom, upravljaju portfeljima AIF-ova čija imovina pod upravljanjem ukupno ne prelazi prag od 500 milijuna EUR-a, ili c) kada se portfelji AIF-a sastoje od AIF-a koji ne koriste financijsku polugu i ne predviđaju mogućnost ostvarivanja prava isplate tijekom razdoblja od pet godina nakon datuma početnog ulaganja u svaki AIF.

se samo na UAIF-ove koji su dioničari uvrštenih portfeljnih društava. U odnosu na ciljna društva fondova rizičnog ili poduzetničkog kapitala,<sup>1223</sup> odredbe Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara se ne primjenjuju na njih. Budući da financijski usmjerenom zakonodavstvo donosi tržišni kut i više štiti ulagatelje AIF-a, logično je da se putem prava društava pokušava zaštititi dioničare portfeljnih društava. No, kao i kod odredbi asset stripinga<sup>1224</sup> i ovdje vrijedi istaknuti kritiku, da zakonodavac nalažući neke obveze samo nekim institucionalnim ulagateljima i samo nekim upraviteljima imovine opet stvara neku novu posebnu vrstu dioničara i nameće samo njima dodatne obveze. Nužno je istaknuti i da se te odredbe odnose samo na ulaganja u uvrštena društva, dok su društva s ograničenom odgovornošću, tzv. target društva PE i VC i opet izostala iz regulacije.

### 3.2.7.3.1. Direktiva u pogledu dugoročnog sudjelovanja dioničara

Direktiva u pogledu dugoročnog sudjelovanja dioničara<sup>1225</sup> nameće nove obveze UAIF-ovima koje se mogu podijeliti u tri kategorije. Uvode se nova dodatna prava dioničara poput odlučivanja dioničara o politici primitaka članova uprave.<sup>1226</sup> Njima se predviđa da dioničari na glavnoj skupštini društva odlučuju hoće li odobriti politiku primitaka za članove uprave i NO<sup>1227</sup> te odlučuju o godišnjim izvještajima o primitcima članova uprave i NO-a tijekom prethodne financijske godine.<sup>1228</sup> ZTD je primijenio te odredbe uz iznimku da mikro, mali i srednji poduzetnici nisu dužni donositi odluku ako je izvještaj o primitcima za proteklu poslovnu godinu bio podastrt za raspravu na glavnoj skupštini društva kao zasebna točka dnevnog reda.<sup>1229</sup> U odnosu na AIF i njegove upravitelje, pitanje nagrađivanja i politike primitaka zakonodavac je već uredio AIFMD-om i ZAIF-om.<sup>1230</sup> Direktiva nadalje određuje da su države članice dužne osigurati da trgovačka društva imaju pravo na utvrđivanje identiteta

---

<sup>1223</sup> Neuvrštena društva, društva ustojena kao d.o.o.

<sup>1224</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.15. Zabrana raspodjele imovine (engl. *Asset stripping*), str. 220. i dalje.

<sup>1225</sup> Direktiva u pogledu dugoročnog sudjelovanja dioničara implementirana je u hrvatsko zakonodavstvo izmjenom ZTD-a (Narodne novine, br. 40/19.) dopunjujući odredbe ZTD-a o vođenju registra dionica radi izravne komunikacije s dioničarima, uvodeći nove obveze upravitelja imovinom u pogledu objavljivanja politika sudjelovanja, obveze u odnosu na nagrađivanje uprave te obveze kod transakcija s povezanim osobama. Vidi više: Jurić, Dionis, Direktiva (EU) 2017/828 o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara i njezina implementacija u hrvatsko zakonodavstvo, Pravni vjesnik, vol 35, br. 3-4(2019), str. 243-260.

<sup>1226</sup> Vidi više o politici primitaka u: Tomić, Lucia A., Žunić, Marko, Audić Vuletić, Suzana, op. cit., bilj. br. 1217., str. 323-344.

<sup>1227</sup> Članak 276.a ZTD-a.

<sup>1228</sup> Članak 276.a ZTD-a stavak 1.-4.

<sup>1229</sup> Članak 276. stavak 5.a ZTD-a.

<sup>1230</sup> Vidi više na str. 123.



svojih dioničara.<sup>1231</sup> To je još jedna od prava/obveza kojima se potiče transparentnost. Njime je omogućeno da trgovačka društva imaju pravo zahtijevati od financijskih posrednika objavu identiteta svojih ulagatelja, kao i broj udjela koji imaju u povjereništvu.<sup>1232</sup> No, ono što je u središtu razmatranja fondovske industrije vezano uz Direktivu i što će bit predmet daljnje analize su odredbe povezane s transparentnosti politike sudjelovanja te značajna regulacija transakcija s povezanim osobama.

### 3.2.7.3.1.1. Transparentnost politike sudjelovanja

Direktiva o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara nalaže UAIF-u da izradi politiku sudjelovanja<sup>1233</sup> za trgovačka društva iz svojeg portfelja, ali ne sva društva, već samo ona čije su dionice uvrštene na uređeno tržište,<sup>1234</sup> da je javno objavi ili da javno jasno i argumentirano obrazloži zašto je odlučio ne poštovati taj zahtjev (engl. *comply and explain*). Zahtjev za takvim regulatornim uređenjem proistekao je iz pasivnosti dioničara u trgovačkim društvima. Institucionalni ulagatelji kritizirani su kao pasivni vlasnici koji svojom pasivnošću sudjeluju u nastajanju rizika umjesto da ga kontroliraju i spriječe, dok bi se njihovim aktivnim pristupom osigurala i poboljšala korporativna kontrola i strategija.<sup>1235</sup> S druge strane, takav je zahtjev potaknut potrebom jačega nadzora UAIF-a radi zaštite ulagatelja i tržišta od nedopuštenih praksi te time održalo povjerenje ulagatelja. Iz toga razloga nastaje obveza UAIF-a o podnošenju izvještaja o poduzetim radnjama.

---

<sup>1231</sup> Države članice mogu predvidjeti da je trgovačkim društvima koja imaju sjedište na njihovu državnom području dopušteno zatražiti utvrđivanje identiteta samo onih dioničara koji drže više od određenog postotka dionica ili prava glasa. Taj postotak ne smije biti veći od 0,5 %. (članak 3.a Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara). ZTD (članak 226.) nije primijenio taj minimalni prag, već je propisao da se dionice upisuju u registar s točno određenim setom podataka (Uredbom EU 2018/1212 utvrđeni su minimalni zahtjevi za utvrđivanje identiteta dioničara) te da ih je dioničar na zahtjev portfeljnog društva dužan dostaviti. Ako su dionice upisane u registru dionica na AIF, a imatelji njihovih dionica nisu isključivo institucionalni ulagatelji, smatra se da je dioničar investicijski fond u smislu ZAIF-a neovisno o tome što su ulagatelji zajednički imatelji tih dionica. Ako investicijski fond nema pravnu osobnost, smatra se da su to dionice društva koje upravlja investicijskim fondom. U odnosu prema društvu priznaju se prava i obveze samo onome tko je upisan u registar dionica, a za to je mjerodavno stanje računa dioničara koje vodi za to ovlaštena po zakonu pravna osoba, a što je u RH Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD), koji kao jednu od djelatnosti obavlja poslove vođenja središnjega depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira i poslove vođenja središnjega registra financijskih instrumenata.

<sup>1232</sup> Trgovačko društvo na taj način može/želi potaknuti dioničare da aktivno iskoriste svoje pravo glasa (engl. *push approach*), a s druge strane supervizorima je lakše nadzirati dioničare. Vidi više: Böckli, Peter... [et al.], *Shareholder Engagement and Identification* (February 23, 2015), dostupno na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2568741P> (12.2.2021.).

<sup>1233</sup> Članak 3.g Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.

<sup>1234</sup> Članak 1. stavak 1. točka a Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.

<sup>1235</sup> Zetzche, Dirk A., Priener, Christina D., *CSR and AIFMD*, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 19., str.137-158.

Direktiva nalaže da su UAIF-ovi u politici sudjelovanja dužni opisati<sup>1236</sup> kako prate trgovačka društva u koja ulažu u pogledu strategije ulaganja, financijske i nefinancijske rezultate i rizik, strukturu kapitala, socijalni i okolišni utjecaj te korporativno upravljanje, na koji će način izvršavati pravo glasa, kako upravljaju sa stvarnim i potencijalnim sukobima interesa, posebno situacije u kojima institucionalni ulagatelji,<sup>1237</sup> ili upravitelji imovinom,<sup>1238</sup> ili njihova povezana društva imaju važne poslovne odnose s trgovačkim društvom u koje se ulaže<sup>1239</sup> te surađuju s drugim dioničarima i time se proaktivno uključuju u proces ulaganja.<sup>1240</sup> Takav je zahtjev potaknut odredbom Uredbe AIFM-a,<sup>1241</sup> koja nalaže da UAIF mora razvijati odgovarajuće i učinkovite strategije za određivanje kada i kako ostvaruje pravo glasa u društvima koja su u portfelju AIF-a kojim upravlja i to isključivo u korist dotičnog AIF-a i njegovih ulagatelja. Uredba AIFM nadalje nalaže da strategije moraju sadržavati mjere i postupke kojima se utvrđuje praćenje relevantnih događaja vezanih uz izdavatelja, da je ostvarivanje prava glasa u skladu s investicijskim ciljevima i politikom dotičnog AIF-a te kojima se spriječava ili upravlja sukobima interesa koji proizlaze iz ostvarivanja prava glasa. Sažeti opis strategija i pojedinosti o mjerama poduzetim na temelju navedenih strategija UAIF-ovi su dužni staviti na raspolaganje ulagateljima na njihov zahtjev.<sup>1242</sup> Razvidno je da je ovom odredbom Uredbe AIFM naloženo UAIF-u da opiše strategije i na temelju njih glasa o odlukama portfeljnog društva kao dioničar društva, isključivo u korist ulagatelja AIF-a kojim upravlja i njegovih ulagatelja.<sup>1243</sup>

---

<sup>1236</sup> Članak 3.g stavak 1. točka a Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.

<sup>1237</sup> Institucionalni ulagatelj je: društvo koje obavlja djelatnosti životnog osiguranja te reosiguranja pod uvjetom da te djelatnosti obuhvaćaju obveze životnog osiguranja i institucija za strukovno mirovinsko osiguranje. Članak 2. st. b t. e Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara. U članku 291.a ZTD-a kao institucionalne ulagatelje u smislu članka 291.-292. ZTD-a navodi se društvo za životno osiguranje, reosiguranje, mirovinsko društvo, obvezni mirovinski fond, dobrovoljni mirovinski fond, institucija za strukovno mirovinsko osiguranje, mirovinsko osiguravajuće društvo.

<sup>1238</sup> Vidi bilj. br. 1220.

<sup>1239</sup> Točka 17. Preambule Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.

<sup>1240</sup> Članak 3.g Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.

<sup>1241</sup> Članak 37. Uredbe Delegirane Uredbe Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor (Tekst značajan za EGP), SL L 83/1, 22.3.2013., izmijenjena Delegiranom uredbom Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnih investicijskih fondovima trebaju uzeti u obzir, SL L 277/11, 2.8.2021 (u daljnjem tekstu: Uredba AIFM-a).

<sup>1242</sup> Članak 37. stavak 3. Uredbe AIFM-a.

<sup>1243</sup> Primjer Politike sudjelovanja AIF-a: dostupno na: [http://www.prosperus-invest.hr/r/i/PI\\_Politika-sudjelovanja.pdf](http://www.prosperus-invest.hr/r/i/PI_Politika-sudjelovanja.pdf). Vidi i: <https://icam.hr/perch//resources/null/politika-sudjelovanja.pdf> (14.11.2020.).

Direktiva nadalje, obvezuje institucionalnog ulagatelja, kada UAIF ulaže za njegov račun, da javno objavi informacije o svom dogovoru s UAIF-om.<sup>1244</sup> Time zakonodavac dodatno potiče ulagatelje (institucionalne, ali posredno i sve ostale) vršenje nadzor nad UAIF-om, kako bi bili sigurni da UAIF-ovi rade na način kako su im povjeroili ulagatelji. To bi trebalo pridonijeti ispravnom usklađivanju interesa krajnjih korisnika institucionalnih ulagatelja, upravitelja imovinom i trgovačkih društava u koja se ulaže, kao i odnosa u trgovačkim društvima – portfeljnim društvima u koja se ulaže. Putem tih informacija ulagateljima se omogućava da ocijene provodi li UAIF srednjoročnu do dugoročnu analizu vlasničkih instrumenata i portfelja, što je temeljni faktor za učinkovito sudjelovanje dioničara.<sup>1245</sup> Iz toga razloga Direktiva obvezuje UAIF da jednom godišnje dostavi institucionalnom ulagatelju izvještaj (ali i drugim ulagateljima fonda na njihov zahtjev)<sup>1246</sup> o načinu na koji su njihova strategija ulaganja i njezina provedba u skladu s dogovorom te kako to pridonosi srednjoročnim do dugoročnim rezultatima imovine institucionalnog ulagatelja ili fonda.

U RH odredbe o politici sudjelovanja umetnute su u pravo društava kroz odredbe ZTD-a te se primjenjuju samo kada je AIF/UAIF dioničar portfeljnog društva koje je uvršteno društvo.<sup>1247</sup> Zakonodavac ne određuje iznimke za male i srednje UAIF-ove kao što je to učinila Direktiva o poticanju dugoročnoga sudjelovanja dioničara, u odredbi članka 2(f).<sup>1248</sup> Naprotiv, ZTD<sup>1249</sup> obvezuje „upravitelja AIF-a kako je definiran zakonom kojim se uređuju AIF-ovi koji ne ispunjavaju uvjete za izuzeće od primjene tog zakona“. No, ZAIF navodi kao iznimke od primjene u članku 5. stavak 2. samo UAIF-ove koji upravljaju jednim ili više AIF-ova čiji su

---

<sup>1244</sup> Institucionalni ulagatelj dužan je objaviti podatke o dogovoru s UAIF-om osobito kada dogovor s UAIF-om potiče UAIF da uskladi svoju strategiju ulaganja i odluke s profilom i trajanjem obveza institucionalnog ulagatelja, posebno dugoročnih obveza. Objava podataka odnosi se na to kako taj dogovor potiče UAIF da donosi odluke o ulaganju na temelju procjena o srednjoročnim do dugoročnim financijskim i nefinancijskim rezultatima trgovačkog društva u koje se ulaže i da surađuje s trgovačkim društvima u koja se ulaže radi poboljšanja njihovih srednjoročnih do dugoročnih rezultata; da li su metoda i vremenski okvir ocjene rezultata UAIF -ai primitci za usluge upravljanja imovinom u skladu s profilom i trajanjem obveza institucionalnog ulagatelja, posebno dugoročnih obveza, te na koji se način uzimaju u obzir apsolutni dugoročni rezultati. Institucionalni ulagatelj dužan je objaviti kako prati troškove prometa portfelja koje je ostvario UAIF te kako on definira i prati ciljani promet portfelja ili raspon prometa te trajanje dogovora s UAIF-om (članak 3.h stavak 2. Direktive o dugoročnom sudjelovanju dioničara).

<sup>1245</sup> Članak 3.i Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara. Ti dodatni zahtjevi transparentnosti za upravitelje imovinom usmjereni su na promicanje razvoja dugoročnih strategija ulaganja i obvezivanje upravitelja imovinom da djeluju u najboljem i srednjoročnom i dugoročnom interesu institucionalnog ulagača i njegovih krajnjih korisnika. Vidi više i: Jurić, Dionis, Direktiva (EU) 2017/828 o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara i njezina implementacija u hrvatsko zakonodavstvo, op. cit., bilj. br. 1156.

<sup>1246</sup> Članak 3.i stavak 3. Direktive o dugoročnom sudjelovanju dioničara.

<sup>1247</sup> Članak 291.b ZTD-a, takva odredba umetnuta je i u njemački Akt GZ.a članak 134.b, 134.c i 134.d.

<sup>1248</sup> Vidi str. 223.

<sup>1249</sup> Članak 291.a stavak 1. točka 2.b ZTD-a.

jedini ulagatelji UAIF ili matična ili ovisna društva UAIF-a ili druga ovisna društva matičnih društava, pod uvjetom da ni jedan od tih ulagatelja nije i sam AIF. To posljedično znači da naš zakonodavac nije slijedio regulatorni pristup iz Direktive, već je primjenu proširio na sve kategorije UAIF-a male, srednje i velike, uz prethodno navedenu iznimku. Taj je pristup zakonodavca za svaku pohvalu. Njime se nalaže obveza UAIF-u (i institucionalnom ulagatelju) da javno objavi politiku sudjelovanja, a sam je sadržaj politike normiran kroz odredbe članka 291b ZTD-a. Na temelju te odredbe UAIF je dužan u politici sudjelovanja navesti kako utječe na društva u portfelju, kako koristi članska prava iz dionica za svoje strategije ulaganja, kako nadgleda bitne događaje društva u koje ulaže (strategiju društva, financijske i nefinancijske rezultate i rizike, strukturu kapitala, socijalni i okolišni utjecaj te korporativno upravljanje), kako razmjenjuje stajališta s organima društva i drugim dionicima u društvu, kako ostvaruje članska prava iz dionica, kako surađuju s drugim dioničarima te kako upravljaju sukobima interesa povezanim sa sudjelovanjem. ZTD u članku 291. c. stavak 1. dodatno nameće obveze institucionalnim ulagateljima da objavi u kojoj su mjeri glavni elementi njihove strategije ulaganja u skladu s profilom i trajanjem njihovih obveza te kako pridonose srednjoročnom do dugoročnom kretanju vrijednosti njihova portfelja. Ako upravitelj imovine radi za institucionalnog ulagatelja, taj je ulagatelj dužan objaviti podatke o dogovoru s upraviteljem imovine koji objašnjava kako upravitelj imovine usklađuje svoju strategiju ulaganja i odluke o ulaganju s profilom i trajanjem obveza institucionalnog ulagatelja.<sup>1250</sup>

UAIF su dužni jednom godišnje objaviti način na koji provode politiku sudjelovanja<sup>1251</sup> te kako su glasovali na glavnim skupštinama portfeljnih društava u kojima drže dionice.<sup>1252</sup> Pritom su dužni izvijestiti jesu li koristili usluge savjetnika pri glasovanju. Direktiva o poticanju dugoročnoga sudjelovanja dioničara predviđa mogućnost da se iz takvih objava mogu isključiti informacije o glasovima koji su nevažni zbog predmeta glasovanja ili veličine udjela u trgovačkom društvu.<sup>1253</sup> U preambuli Direktive<sup>1254</sup> obrazlaže se da takvi nevažni glasovi mogu obuhvaćati glasove koji su dani u vezi s isključivo proceduralnim pitanjima ili glasove koji su dani u trgovačkim društvima u kojima ulagatelj ima vrlo mali udio u odnosu na udjele koje ulagatelj ima u drugim trgovačkim društvima u koja ulaže. Ulagatelji bi trebali utvrditi vlastite

---

<sup>1250</sup> Članak 291.c stavak 2. ZTD-a.

<sup>1251</sup> Članak 291.b stavak 2. ZTD-a.

<sup>1252</sup> Članak 291.b stavak 3. ZTD-a.

<sup>1253</sup> Članak 3.g stavak 1. točka b Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.

<sup>1254</sup> Točka 18. Preambule Direktive o dugoročnom poticanju dioničara.

kriterije za određivanje koji su glasovi nevažni na temelju predmeta glasovanja ili veličine udjela u trgovačkom društvu i dosljedno ih primjenjivati.

Takva mogućnost prenesena je i u ZTD,<sup>1255</sup> kojim se nalaže obveza UAIF-u da objavi takve informacije besplatno na mrežnim stranicama institucionalnog ulagatelja i UAIF-a (za zadnje tri godine i najmanje jednom godišnje obnovi), osim ako njihovi glasovi nisu bitni zbog sadržaja odluka o kojima se glasovalo ili zbog njihova zanemarivo niskog sudjelovanja u društvu te su ih dužni dostaviti ulagateljima bez naknade. Na taj način i ulagatelji AIF-a kojim upravlja UAIF, mogu bolje kontrolirati UAIF i nadzirati jesu li njihove aktivnosti usmjerene na izvršavanje investicijskih ciljeva AIF-a u skladu s investicijskim strategijama. To je bio i cilj Direktive, da uvede još jednu dodatnu obveznu kontrolu od ulagatelja AIF-a, dati im alat kojim će moći nadzirati UAIF te ga ujedno usmjeravati prema donošenju odgovornih odluka o ulaganju u sinergiji s ulagateljima. Iz uvida u nekoliko politika sudjelovanja<sup>1256</sup> može se zaključiti da UAIF-ovi ulagateljima većinom ističu da će pri odlučivanju na glavnim skupštinama društva odlučivati isključivo u interesu ulagatelja AIF-a, no vodeći računa i o interesima društva te da će ulaganjima upravljati u skladu s pravima i obvezama sadržanim u „transakcijskoj dokumentaciji realizacije ulaganja“, kao što su ugovori o ulaganju i sl. S druge je strane, veći dio UAIF-ova koristio iznimku od objavljivanja politike sudjelovanja navodeći kako su im portfelji u tolikoj mjeri diverzificirani da njihovo sudjelovanje bitno ne utječe u odlučivanju.

Investicijski cilj i strategija ulaganja AIF-a izražene su kroz ugovor o ulaganju i pravilima fonda, a kada je AIF/UAIF postao dioničar portfeljnog društva (bilo da je otkupio dionice od samog društva ili dioničara) tada je AIF/UAIF kao dioničar preuzeo i ciljeve određene aktima portfeljnog društva – statuta, odnosno primijenio je investicijski cilj i strategiju ulaganja u akte portfeljnog društva.<sup>1257</sup> Na taj način UAIF prevenira sukob interesa koji se može pojaviti kada UAIF u svojstvu člana društva odlučuje, odnosno glasuje o nekim ključnim pitanjima gdje zapravo AIF-ove investicijske tehnike i strategije koje su javno objavljene možda više ne odgovaraju portfeljnom društvu koje ih je prihvatilo pri ulasku AIF-a u portfeljno društvo. Tu se iskazuje osnovno načelo koje je izraženo i kroz fiducijarnu pozornost upravitelja, a ujedno i

---

<sup>1255</sup> Članak 291.b stavak 3. ZTD-a.

<sup>1256</sup> Primjer Politike sudjelovanja AIF-a, dostupno na: [http://www.prosperus-invest.hr/r/i/PI\\_Politika-sudjelovanja.pdf](http://www.prosperus-invest.hr/r/i/PI_Politika-sudjelovanja.pdf) (14.11.2020.). Vidi i: <https://icam.hr/perch//resources/null/politika-sudjelovanja.pdf>. Vidi i: <https://www.pbzinvest.hr/UserDocsImages/drustvo/Informacije%20o%20Politici%20sudjelovanja%202021%20%C4%8Distopis%20final.pdf?vel=146625> (22.9.2021.).

<sup>1257</sup> Vidi više o SPV-a str. 80.

regulatorni zahtjev,<sup>1258</sup> da je UAIF obvezan opisati strategije i na temelju njih glasati o odlukama portfeljnog društva kao dioničar društva, isključivo u korist ulagatelja u AIF i AIF-a kojim upravlja. Stoga kada UAIF kao dioničar glasa o nekom pitanju, on mora glasati isključivo u najboljem interesu ulagatelja AIF-a, a da se pritom ne propituje njegova lojalnost kao dioničara društva, u granicama mogućega u skladu s nacionalnim pravima trgovačkih društava. No, to ga ne bi oslobodilo načela lojalnosti prema društvu u koje ulaže. UAIF ne može javno iskazati, a niti deklarirati da djeluje suprotno interesima portfeljnog društva, niti može tako djelovati. To posljedično znači, da UAIF mora svoje politike, u skladu s načelom savjesnosti i poštenja, vješto uskladiti s ciljevima i interesima portfeljnog društva kako bi izbjegao odgovornost prema društvu i dioničarima. Taj smo pristup vidjeli i u prethodno iskazanim primjerima politika UAIF-a gdje UAIF-ovi jasno iskazuju da će pri glasovanju na skupštinama portfeljnog društva pri odlučivanju zastupati interese isključivo ulagatelja, ali vodeći računa o interesima društva i transakcijskoj dokumentaciji. Na taj način UAIF prilagođava svoje odluke, ali i politike dugoročnom horizontu investicijskog društva, što je i bio cilj zakonodavca. Ono što većina UAIF-ova ispunjava, a time je ispunjen i zahtjev iz Direktive jest, da oni UAIF-ovi koji su objavili politiku sudjelovanja, ex post objavljuju kako su glasovali za određene korporativne akcije u svom portfelju ili na glavnim skupštinama društva, čime je, tzv. izvještajni dio politike sudjelovanja konzumiran. S druge strane, tom deklaratornom objavom UAIF je prema ulagateljima izvršio svoju obvezu „polaganja računa“, a ulagatelji ako nisu zadovoljni načinom upravljanja UAIF-a mogu poduzeti daljnje korake, npr. prodati udjele u AIF-u. Nepoštovanje zahtjeva vezanih uz politiku sudjelovanja iz članka 291.b i 291.c ZTD-a kvalificirao je kao prekršaj za koji je predviđena novčana kazna za pravnu osobu (UAIF i institucionalnog ulagatelja), kao i za odgovornu osobu u UAIF-u i za odgovornu osobu u institucionalnom ulagatelju.<sup>1259</sup>

#### 3.2.7.3.1.2. Transakcije s povezanim osobama

Reguliranje transakcija s povezanim osobama još je jedna od zaštitnih mjera koje uvodi Direktiva o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara. Tema je vrlo složena i njome zakonodavac nastoji zaštititi imovinu portfeljnog društva i opet samo uvrštenog društva, kao i

---

<sup>1258</sup> Članak 37. Uredbe AIFM-a.

<sup>1259</sup> Za prekršaj je na temelju članka 631. stavak 3. za točke 17. i 18., članak 631. stavak 2. ZTD-a predviđena novčana kazna za pravnu osobu u iznosu od 6630 EUR-a. Za odgovornu osobu u pravnoj osobi novčana je kazna do 920 EUR-a, a ako je riječ o teškoj povredi radi stjecanja protupravne imovinske koristi onda je propisana novčana kazna do maksimalno 6630 EUR-a.

interese manjinskih dioničara<sup>1260</sup> u situacijama kada se želi raspolagati imovinom portfeljnog društva radi privatnih koristi.<sup>1261</sup> Uvode se zaštitne mjere putem kojih bi se takve transakcije trebale onemogućiti te posredno zaštititi imovina portfeljnog društva i prevenirati potencijalne sukobe interesa.<sup>1262</sup> Međutim, Direktiva u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara ne propisuje sankcije za nepoštovanje tih zahtjeva, već je zauzela stav *comply or explain* te ostavila državama članicama da osiguraju mjere koje su učinkovite, pravodobne i odvratajuće<sup>1263</sup> te ih implementiraju u svoje zakonodavstvo.<sup>1264</sup>

U nastavku će se rada prikazati subjekti zaštitne mjere, ukazati na izostanak definicije transakcije s povezanim osobama u samoj Direktivi, na važnost trenutka objave transakcije te analizirati posljedice u slučaju njihova izostanka.

Direktiva ne poznaje definiciju transakcija s povezanim osobama, već se poziva na Međunarodne računovodstvene standarde (u daljnjem tekstu: MRS), kao i u slučaju definiranja subjekta<sup>1265</sup> transakcije s povezanim osobama. MRS definira povezanu osobu kao osobu **ili subjekta koji je povezan sa subjektom koji sastavlja svoje** financijske izvještaje (izvještajni subjekt), dok je: osoba ili član uže obitelji te osobe - povezana osoba izvještajnog subjekta, ako: ima kontrolu ili zajedničku kontrolu nad izvještajnim subjektom, ima znatan utjecaj na izvještajni subjekt ili je član ključnog rukovodstva izvještajnog subjekta ili njegove matice.

---

<sup>1260</sup> Kao prevenciju od *tunnelinga*, vidi: Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I., Dioničko društvo, Zagreb, Organizator, 2013., str. 22. Vidi i: Jurić, Dionis, Transparentnost statusnih i financijskih odnosa povezanih društava, op. cit., bilj. br. 904., str. 939 – 984., „Tunelling se javlja ili u obliku transakcija koje vladajuće društvo poduzima i manipulira imovinom ovisnog društva ...“.

<sup>1261</sup> *Tunelling*, sve radnje kojima se sklapaju štetni poslovi za društvo od strane uprave, članova NO-a i kvalificiranih ulagatelja, a kojima se ponajprije izvlači imovina iz društva. Može se podijeliti u tri grupe: 1. *cash flow tunneling* – uzimanje dijela dobiti koji je ostvarilo društvo kroz pretjerano visoke naknade članovima uprave i NO, 2. *asset tunneling* – radnje kojima se dugoročno imovina društva izvlači ili unosi u društvo, što je mnogo opasnije jer utječe dugoročno na društvo, 3. *equity tunneling* – radnje kojima se povećava utjecaj dioničara u društvu stjecanjem novih dionica kao posljedica raznih manipulacija, npr. *squeeze-out* ili *insider trading* i sl. Vidi više: Braut, Filipović, Mihaela, Položaj članova uprave dioničkog društva pri sklapanju ugovora u ime društva, ali s osobnim interesom u pravnom poslu, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 62, br. 4(2012), str. 1137-1173., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/94481> (31.7.2020.).

<sup>1262</sup> Vidi više i: Tröger, Tobias, Germany s Reluctance to regulate Related Party Transactions: An Industrial Organization Perspective, SAFE Working Paper, No. 202, Goethe University Frankfurt, SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe, Frankfurt a. M., str. 2-22., dostupno na: <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30:3-457757> (29.11.220.).

<sup>1263</sup> Članak 14. Direktive u pogledu poticanja dugoročnoga sudjelovanja dioničara.

<sup>1264</sup> Ahern Deidre, The Mythical Value of Voice and Stewardship code in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement Make, str. 88 – 115., dostupno na: <https://doi.org/10.1017/cel.2018.8> (20.6.2020.).

<sup>1265</sup> Povezana osoba ima isto značenje kao u MRS-u koji su doneseni u skladu s Uredbom a (EZ) br. 1606/2002 Europskog parlamenta i Vijeća od 19. srpnja 2002. o primjeni međunarodnih računovodstvenih standarda (SL L 243, 11.9.2002., str. 1.). MRS nadalje definira da je subjekt povezan s izvještajnim subjektom ako postoji bilo koji od sljedećih uvjeta: i) subjekt i izvještajni subjekt su članovi iste grupe, ii) jedan subjekt je ovisni subjekt ili zajednički subjekt drugoga subjekta, iii) oba subjekta su zajednički pothvati iste treće strane, iv) jedan je subjekt zajednički pothvat trećega subjekta, a drugi je subjekt pridruženi subjekt toga trećeg subjekta, v) subjekt je mirovinski fond zaposlenih ili u izvještajnom subjektu, ili u subjektu koji je povezan s izvještajnim subjektom. Ako je izvještajni subjekt takav mirovinski fond, poslodavci koji uplaćuju u taj fond također su povezani s izvještajnim subjektom, vi) subjekt je pod kontrolom ili zajedničkom kontrolom osobe navedene pod a), vii) osoba navedena pod točkom a) alinejom i) ima veliki utjecaj u subjektu ili je član ključnoga rukovodstva subjekta (ili njegove matice).

MRS definira transakcije s poveznim osobama kao „prijenos resursa, usluga ili obveza između izvještajnog subjekta i njegove povezane osobe, neovisno o tome da li je zaračunata cijena” te može li odnos s povezanim stranama utjecati na dobit ili gubitak i financijski položaj izvještajnog subjekta.<sup>1266</sup>

U RH odredbe Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara primijenjene su u ZTD<sup>1267</sup> kao i definicija transakcije s povezanim osobama: „pravni poslovi i radnje između povezanih osoba kojima se predmet ili neka druga imovinska vrijednost naplatno ili besplatno otuđuje, opterećuje ili prepušta“.<sup>1268</sup> No, ZTD, izrijeком propisuje i koji se sve poslovi i radnje ne smatraju transakcijama s povezanim osobama,<sup>1269</sup> te se „ne smatraju transakcijama s povezanim osobama redoviti poslovi društva koje ono poduzima s povezanim osobama pod uobičajenim tržišnim uvjetima“.<sup>1270</sup> Hrvatski zakonodavac usvojio je i iznimke (članak 263.a stavak 3. ZTD-a) i to: ne smatraju transakcijama s povezanim osobama one za koje je potrebna suglasnost ili odobrenje glavne skupštine društva ili se poduzimaju na temelju suglasnosti glavne skupštine društva, transakcije s društvima kćerima pod uvjetom da je društvo jedini član i da niti jedna s društvom povezana osoba nema udio izravno ni neizravno, poslovi kojima se utvrđuju primitci članova uprave i nadzornog odbora te poslovi koji se nude svim dioničarima pod jednakim uvjetima. Ratio je takvih odredbi sprječavanje sukoba interesa i to pretežno u odnosu na ključno upravljačko osoblje portfeljnog društva. Ono, prema MRS-u<sup>1271</sup> čine osobe koje imaju „ovlaštenja i odgovornost za planiranje, usmjeravanje i kontrolu aktivnosti subjekta, bilo direktno ili indirektno, uključujući svakog direktora (izvršnog ili nekog drugog) tog subjekta“.<sup>1272</sup>

Izmjenom ZAIF-a iz 2021. godine zakonodavac je uveo novu definiciju povezanih osoba<sup>1273</sup> kojom određuje povezane osobe kao dvije ili više pravnih ili fizičkih osoba i članova njihovih užih obitelji koji su, ako se ne dokaže drukčije, za društvo za upravljanje jedan rizik, jer jedna od njih ima izravnu ili neizravnu kontrolu nad drugim, ili su međusobno povezane, tako da je velika vjerojatnost da će zbog pogoršanja ili poboljšanja gospodarskog i financijskog stanja jedne osobe doći do pogoršanja ili poboljšanja druge osobe.<sup>1274</sup>

Trenutak objave same transakcije s povezanim osobama je vrlo važan kod transakcije. Direktiva nalaže obvezu da društvo objavi transakciju s povezanim osobama najkasnije u vrijeme zaključivanja transakcije. Objavi treba priložiti izvještaj kojim će se potvrditi je li transakcija napravljena na tržišnim osnovama, odnosno je li transakcija razumna i poštena i za dioničara i za samo portfeljno društvo.<sup>1275</sup> Takve transakcije trebale bi biti predmet

---

<sup>1266</sup> MRS 24.

<sup>1267</sup> Članak 263.a-263.d ZTD-a.

<sup>1268</sup> Članak 263.a stavak 1. ZTD-a.

<sup>1269</sup> Članak 263.a stavak 3. ZTD-a.

<sup>1270</sup> Članak 263a. stavak 2. ZTD-a, ista je odredba usvojena u njemačkom zakonodavstvu (para. 222. stavak 2. AktG-E).

<sup>1271</sup> MRS 24.

<sup>1272</sup> Društvo čije su dionice uvrštene na uređeno tržište provodit će postupke unutarnje kontrole kako bi utvrdilo je li riječ o takvim transakcijama. U tom slučaju u provjeri ne smiju sudjelovati povezane osobe. No, statutom, društvo može isključiti takvu internu provjeru.

<sup>1273</sup> Članak 4. stavak 66. ZAIF-a.

<sup>1274</sup> Do pogoršanja ili poboljšanja može doći osobito ako između povezanih osoba postoji mogućnost prijenosa gubitka, dobiti, kreditne sposobnosti ili ako postoje poteškoće u izvorima financiranja (članak 4. stavak 66.b ZAIF-a). Uvođenje ove definicije u tekst ZAIF-a ukazuje da je sukob interesa i dalje veliki problem za upravitelje.

<sup>1275</sup> Izvještaj može sastaviti neovisna treća strana, upravno ili nadzorno tijelo trgovačkog društva ili revizorsko ili bilo koji drugi odbor kojeg čine većinom neovisni direktori (članak 9.c Direktive u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara).



odlučivanja skupštine<sup>1276</sup> ili nadzornog tijela društva.<sup>1277</sup> ZTD<sup>1278</sup> je odredio da su društva čije su dionice uvrštene na burzu dužna bez odgode objaviti bitne transakcije<sup>1279</sup> s povezanim osobama za koje je potrebna prethodna suglasnost kao i sadržaj obavijesti,<sup>1280</sup> uz iznimku od objave ako posao s povezanom osobom predstavlja povlaštenu informaciju.<sup>1281</sup>

U našem, konkretnom fondovskom kontekstu to bi značilo da, ako osoba koja se nalazi u upravi uvrštenog portfeljnog društva, koja je ujedno i član uprave UAIF-a, a UAIF je dioničar portfeljnog društva, transakcija kojom se predmet ili neka druga imovinska vrijednost naplatno ili besplatno otuđuje, opterećuje ili prepušta (ukoliko se ne radi o transakciji koja spada u redovne poslove društva pod tržišnim uvjetima), NO portfeljnog društva, ali i NO UAIF-a, je dužan, unaprijed, prije zaključenja „bitne,“ transakcije dati suglasnost, ili u slučaju da suglasnost izostane, najaviti zaključenje transakcije i zatražiti suglasnost od skupštine društva. U slučaju sumnje potpada li neka transakcija pod kvalifikaciju transakcije s povezanim osobama rješenje je u formalnom provođenju procedure te ishoda suglasnosti za njeno zaključenje od NO portfeljnog društva ili same skupštine društva. Razvidno je da je zaštitna mjera zasnovana na formalnom i pravodobnom provođenju procesa koji prethodi donošenju odluke. Ako se namjera

---

<sup>1276</sup> Pravo na obaviještenost je jedno od neprenosivih članskih - upravljačkih prava (uz pravo na raspravljanje, pravo glasa i pravo na pobijanje odluka glavne skupštine). Da bi se dioničar mogao koristiti tim pravom mora dobiti pravodobnu i istinitu informaciju. Dioničarima je osnovni put do informacije o društvu i stanju društva Glavna skupština, na kojoj se odlučuje, ali i raspravlja samo o točkama dnevnog reda koje su objavljene. Dioničar je ovlašten na njoj koristiti se svojim pravom na obaviještenost te postavljati upravi društva pitanja koja su povezana s točkom odlučivanja, a uprava društva je obvezna dati obavijest dioničaru na pitanje koje je neposredno povezano s točkom dnevnog reda o kojoj se donosi odluka po načelu „savjesnog i istinitog polaganja računa“ ili se pozvati na zakonsko pravo uskrate obavijesti. Dostupno na: [http://www.vtsrh.hr/uploads/Dokumenti/UPRAVLJACKA\\_PRAVA\\_DIONICARA.pdf](http://www.vtsrh.hr/uploads/Dokumenti/UPRAVLJACKA_PRAVA_DIONICARA.pdf), Visoki trgovački sud Republike Hrvatske, Vanda Franjić, viša sudska savjetnica (preuzeto 16.3.2016.).

<sup>1277</sup> Ako je član NO-a povezana osoba njemu se uskraćuje pravo glasovati o toj odluci. Ukoliko komisija NO-a predloži NO-u uskratu suglasnosti na takvu transakciju, NO ipak može dati suglasnost na nju nakon potvrde revizora društva da je posao društva i povezane osobe primjeren sa stajališta društva i dioničara koji nisu ujedno i povezane osobe (članak 263.c stavak 1. ZTD-a). Ako NO uskrati takvu suglasnost, uprava društva može zahtijevati da skupština nadomjesti takvu odluku (članak 263.b stavak 4. ZTD-a)

<sup>1278</sup> Članak 263.c ZTD-a.

<sup>1279</sup> Državama članicama ostavlja se da utvrde kriterij „bitnosti“ transakcije. Pritom države članice određuju jedan ili više kvantitativnih omjera koji se temelje na učinku transakcije na financijski položaj, prihode, imovinu (članak 9.c Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara). Hrvatski zakonodavac određuje (članak 263. stavak 1. ZTD-a; tako i njemački zakonodavac – para. 111.b. AktG-E) da se NO društva čije su dionice uvrštene na uređeno tržište treba suglasiti s transakcijama društva koje se poduzimaju s povezanim osobama ako vrijednost toga posla samostalno ili zajedno s ostalim transakcijama koje je društvo poduzelo s povezanom osobom u zadnjih dvanaest mjeseci prije nego što se taj posao preuzima prelazi prag od 2,5 % zbroja dugotrajne i kratkoročne imovine utvrđene u zadnjem godišnjem izvještaju društva. U Njemačkoj je taj prag manji – iznosi 1,5 % zbroja dugotrajne i kratkoročne imovine iz zadnjih utvrđenih godišnjih izvještaja. Iako je prvi prijedlog bio isto kao i u hrvatskoga zakonodavca – 2,5 %, kao razlog usvojenog smanjenog praga navodi se učinkovitost regulatornog okvira, jer će se smanjivanjem praga obuhvatiti veći broj transakcija. Vidi više: Zubović Antonija, Novi regulatorni okvir za transakcije s povezanim osobama, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 41, br. 1(2020), str. 219-242., dostupno na <https://doi.org/10.30925/zpfsr.41.1.10> (19.6.2021.).

<sup>1280</sup> Obavijest mora sadržavati bitne informacije vezane u transakciju, o prirodi odnosa s povezanom osobom, imena povezanih osoba, datum i vrijednost transakcije i mora biti dostupna javnosti na mrežnim stranicama društva barem pet godina od objave transakcije (članak 263.d stavak 2. ZTD-a).

<sup>1281</sup> Članak 263.c stavak 3. ZTD-a.

sklapanja objavi prije zaključenja transakcije te se pribavi suglasnost nadležnog organa portfeljnog društva, odluka je donesena valjano te se je time prevenirao sukob interesa ili eventualno tunneling.<sup>1282</sup>

No, postavlja se pitanje što bi se dogodilo da se ne ispoštuje procedura? Uprava portfeljnog društva dužna je osigurati provedbu procedure koja je primijenjena u unutarnjim aktima portfeljnog društva. No, kako niti Direktiva, a niti ZTD ne propisuju sankcije za nepoštovanje propisanih postupaka, pa ako ipak dođe do sklapanja takvog pravnog posla, on neće biti ništetan, no dioničari/ulagatelji će moći postaviti obveznopravni zahtjev za eventualnom naknadom štete. ZTD je kvalificirao kao prekršaj fizičke osobe onoga tko nije ispravno u potpunosti ili na vrijeme objavio transakciju za koju je potrebna suglasnost u skladu s člankom 263.b i c ZTD-a te odredio novčanu kaznu za pravnu osobu i odgovornu osobu u pravnoj osobi.<sup>1283</sup> No je li ta sankcija dostatno odvraćajuća u skladu sa zahtjevom Direktive o sudjelovanju dioničara?<sup>1284</sup> Odgovornost će i dalje biti reputacijska, odnosno ostaje na eventualno nezadovoljnim dioničarima portfeljnog društva kada će odlučivati o opozivnosti članova uprave ili NO-a.<sup>1285</sup> U unutarnjem odnosu između UAIF-a i njegovih zaposlenika, takva postupanja mogu biti podložna mjerama koje je UAIF propisao kroz pravila o izbjegavanju sukoba interesa. Odgovornost će biti i reputacijska u odnosu na UAIF.

#### 3.2.7.2.4. Vrednovanje zaštitnih mehanizama

Iz svega iznesenog može se zaključiti da je zakonodavac u odnosu na AIF, radi sprječavanja nastupa sistemskog rizika i očuvanja povjerenja u tržište kapitala, te pojačanim zahtjevima za društvenom odgovornošću UAIF-a pribjegao regulaciji ponašanja UAIF-a pri ulasku u portfeljno društvo, ali i za vrijeme, dok je AIF dioničar portfeljnog društva na nekoliko razina. Prvo je kroz AIFMD propisao okvire ponašanja koje je detaljnije razradio Uredbom AIFM-a, a zatim naknadno, kako bi pojačao i usmjerio AIF/UAIF da se ponaša društveno odgovorno, propisao obveze i kroz pravo društava.

---

<sup>1282</sup> Vidi bilj. br. 1261.

<sup>1283</sup> Za prekršaj će se kazniti pravna osoba novčanom kaznom do iznosa od 6630 EUR-a i odgovorna osoba u pravnoj osobi do 920 EUR-a, a ako je učinjena teža povreda propisa radi stjecanja protupravne imovinske koristi novčanom kaznom do iznosa od 6630 EUR-a (članak 631. stavak 1. t. 11. povezano s člankom 631. stavak 3. ZTD-a).

<sup>1284</sup> Članak 14. Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.

<sup>1285</sup> Mnoge zemlje, kao i UK u skladu s preporukom svoga regulatora primjenjuju obvezujuća pravila propisana kroz *The Stewardship code* te druge *soft law* instrumente. Ahern Deidre: *The Mythical Value of Voice and Stewardship code in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement* Make, op. cit., bilj. br. 1262., str. 88-115.

Bitno je istaknuti da AIFMD mehanizme zaštite ograničava na velike UAIF-e i to kada ulažu ili stječu kontrolu u neuvrštenim društvima ili društvima izdavateljima. Na temelju svega iznesenog vezano za mehanizme zaštite predviđene AIFMD-om u odnosu na obveze UAIF-a za pojačanom transparentnošću identificirali smo sljedeće prijepore zbog različitoga zakonskog uređenja. Zakonodavac razlikuje stjecanje kontrole kod neuvrštenog društva (50 %+1) i uvrštenog društva (25 %+1). Razlika je i u vremenu u kojem je neuvršteno društvo dužno obavijestiti regulatora o stjecanju većinskih udjela i kontrole (10 radnih dana ) i vremenu u kojem je stjecatelj kontrole u izdavatelju dužan obavijestiti regulatora o stjecanju većinskih udjela . u roku dva trgovinska dana<sup>1286</sup> od dana stjecanja, odnosno saznanja, odnosno kontrole (odmah – bez odgode).<sup>1287</sup> Zakonodavac razlikuje obavijest od objave, ne propisujući način dostavljanja obavijesti niti zadanu formu, već prepušta UAIF-u da „nastoji da uprava neuvrštenog društva obavijesti radnike.“ U strukturi društava koja bi mogla biti potencijalne „mete“ AIF-ova, većinom prevladavaju<sup>1288</sup> društva koja su ispod praga određenja malih i srednjih poduzetnika, pa se oni tako nalaze u potpunosti izvan primjene ovih odredbi. Stoga se postavlja opravdani zahtjev zakonodavcu da putem ZAIF-a de lege ferenda primijenjuje te odredbe na sve vrste UAIF-a, ali i portfeljna društva neovisno o obliku njihova pravnog ustroja ili veličini. Od njega se dodatno zahtijeva de lege ferenda da odredi „formu“ obavijesti kojom UAIF obavještava upravu portfeljnog društva koju će ona zatim podijeliti s zaposlenicima kako bi svi dobili informaciju u istom obliku, istog sadržaja i u isto vrijeme, kao jednom od osnovnih postulata transparentnosti.

Odredbe koje se odnose na „zabranu raspodjele imovine portfeljnog društva“, usmjerene su ponajprije na UAIF-ove, kao glavne nositelje obveza, iako oni u upravljačkoj strukturi portfeljnog društva zapravo niti ne moraju biti u ulozi člana uprave. Ono što je pozitivno kod uvođenja takvih odredbi jest da se njime dodatno osnažuju opće odredbe prava društava o očuvanju temeljnog kapitala društva i raspodjele dobiti. No, ipak svi UAIF-ovi zbog veličine portfelja kojom upravljaju ne potpadaju pod ta ograničenja.<sup>1289</sup> Postavlja se i pitanje pripadaju li uopće tako ugrađene odredbe u AIFMD. Takvim se odredbama reguliraju prava koja se odnose na odnos između ulagatelja – AIF-a i zaposlenika portfeljnog društva – neuvrštenog ili društva izdavatelja. Te dvije skupine u tom trenutku nisu ni u kakvu pravnom odnosu. Njima se zadire i u dioničarska prava. Kada AIF/UAIF postane dioničar portfeljnog društva AIF-

---

<sup>1286</sup> Članak 487. ZTK-a.

<sup>1287</sup> Članak 9. ZPDD-a.

<sup>1288</sup> Članak 181. stavak 5. ZAIF-a

<sup>1289</sup> Čulinović-Herc, Edita, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, op. cit., bilj. br. 34.

u/UAIF-u se, kao jednoj posebnoj vrsti dioničara određuje način kako i kada može raspolagati sa sredstvima društva. To je i razlog zbog čega su ove odredbe uvrštene u AIFMD, a ne u pravo društava, budući da se obveza ne odnosi na sve dioničare, već isključivo na UAIF/AIF. Vidljivo je da je u tim slučajevima UAIF dužan na prvo mjesto staviti interese radnika, portfeljnog društva, ostalih dionika, a tek onda ono što bi morao na temelju fiducijarne dužnosti upravitelja biti na prvom mjestu – isključivi interes ulagatelja. Naime, osnovna obveza i dužnost UAIF-u je propisana. UAIF mora: „opisati strategije i temeljem njih glasati o odlukama portfeljnog društva kao dioničar društva, isključivo u korist ulagatelja AIF-a kojim upravlja i njegovih ulagatelja“.<sup>1290</sup> No, ovim je odredbama zakonodavac učinio kontradiktornim pravilo koje je propisao kao krovno načelo povjereničkog odnosa UAIF-a i AIF-a, a to je isključiva briga i interes za ulagatelja AIF-a i samog AIF-a. Zakonodavac je time dao primat pravilima o društvenoj odgovornosti upravitelja AIF-a naspram isključivog interesa ulagatelja. Tim je zakonodavac nastojao suzbiti kratkoročni horizont ulaganja UAIF-ova te se založio za šire poimanje fiducijarne dužnosti. Sve to dovodi UAIF u pravno neizvjestan položaj, podložan raznim tumačenjima, a što dovodi i do pravne nesigurnosti u odnosu na sam položaj UAIF-a.

Mehanizmi zaštite uvode se i kroz pravo društava primijenom Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara. Subjekti Direktive su, kao i kod zaštitnih mehanizama uvedenih AIFMD-om, samo uvrštena društva i samo veliki UAIF-ovi. Naš je zakonodavac putem ZTD-a odredio primjenu u odnosu na uvrštena društva (kao i Direktiva), ali putem ZAIF-a proširio primjenu na sve vrste UAIF-a neovisno o njihovoj veličini – mali, srednji i veliki. Unatoč tomu, razvidno je da se ciljna društva VC/PE nisu uopće našla u području primjene Direktive. No, obveza izrade i objave politike sudjelovanja nije nova obveza za UAIF, ona svoj korijen ima u Uredbi AIFM-a.<sup>1291</sup> Uredba nalaže da UAIF mora razvijati odgovarajuće i učinkovite strategije za određivanje kada i kako se ostvaruju bilo koje prava glasa iz portfelja AIF-a kojim upravlja UAIF u isključivu korist dotičnog AIF-a i njegovih ulagatelja. Njome se propisuje obvezni sadržaj strategije te mjere koje se poduzimaju, a koje su dostupne ulagatelju na njegov zahtjev. Direktiva o poticanju dugoročnoga sudjelovanja dioničara nalaže obvezu UAIF-u da izradi i javno objavi politiku sudjelovanja te ako je ne objavi javno, mora obrazložiti zašto to nije učinio (engl. comply and explain). Razvidno je da Direktiva o dugoročnom poticanju sudjelovanja dioničara ne uvodi bitno nove obveze za UAIF, već ih samo osnažuje zadajući im formu i sadržaj u odnosu na jednu kategoriju zasebne vrste dioničara – velike UAIF-ove i

---

<sup>1290</sup> Članak 37. Uredbe AIFM-a.

<sup>1291</sup> Članak 37. Uredbe AIFM-a.

institucionalne ulagatelje kada su oni dioničari u uvrštenim društvima, a UAIF ulaže za njihov račun. Zakonodavac je putem prava društava posredno nastojao nametnuti još jaču kontrolu UAIF-a i to samo ako su predmet ulaganja UAIF-ova uvrštena portfeljna društva. Zahtjev ide u smjeru „polaganja računa“ kako bi institucionalni ulagatelji, a potom i svi ostali, mogli vidjeti je li UAIF odluke o ulaganju proveo u skladu s prethodno objavljenim politikama sudjelovanja (odluke o ulaganju su za upravitelje diskrecijske i podložne njihovom profesionalnom znanju, no moraju biti u okviru investicijskih strategija i pravila u skladu s osnivačkim aktima fonda). Takav je zahtjev proistekao iz neaktivnosti institucionalnih ulagatelja, pa se i njima posredno nameće pristup, tzv. push approach kojim bi trebali obuzdati apetite UAIF-ova i prisiliti ih da se drže investicijskih strategija i ciljeva koje su preuzeli, te ih obvezati da u svoje odluke o ulaganju, uvrste i promišljanja o dugoročnim ulaganjima, kao i socijalnim i okolišnim kriterijima. Uvođenjem dodatnih zahtjeva za transparentnošću kroz pravo društava, putem izvještavanja o transakcijama s vrijednosnim papirima te prava na utvrđivanje identiteta dioničara nastoji se izbjeći situacije empty votinga te dodatno zaštititi ostale dioničare portfeljnog društva.<sup>1292</sup> Putem reguliranja postupanja vezano za transakcije s povezanim osobama nastoji se prevenirati raspolaganje imovinom portfeljnog društava radi privatnih koristi. No i dalje ostaje zaključak da je time pravo društava jednoj kategoriji dioničara - UAIF-ovima nametnulo nove, dodatne obveze koje ostali dioničari nemaju i opet zbog zahtjeva za poticanjem društveno odgovornog ponašanja UAIF-a pri donošenju odluka o ulaganju. Nije nevažno ni napomenuti da su nekim zasebnim vrstama dioničara UAIF-a nametnute nove obveze, no ako ih ne ispoštuju, neće imati značajnije sankcije (osim novčane kazne).

Ostaje i dalje otvoreno pitanje ciljnih društava VC/PE. Naime, oni nisu unutar polja primjene AIFMD-a (ako su SME društva), a nisu niti unutar polja primjene Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara. Govorimo o kategoriji malih i srednjih poduzetnika, koji kao portfeljno društvo mogu biti osnovani u obliku d.o.o., a mogu zapošljavati do 250 radnika. To može biti posrnulo društvo u kojem AIF želi steći kontrolu nad udjelima u portfeljnom društvu. Zaštitni mehanizmi iz AIFMD-a u odnosu na zaposlenike se neće primjenjivati kao kod neuvrštenih ili uvrštenih društava. Regulator se vodio logikom da takva društva nisu potencijalni izvori sistemskog rizika. No ako je svrha regulatora bila pojačana društvena odgovornost UAIF/AIF pri stjecanju kontrole u takvim društvima, onda je ona ovdje potpuno

---

<sup>1292</sup> Prodane dionice moraju biti opozvane u svrhu sudjelovanja, uključujući glasovanje na glavnoj skupštini. Stoga je važno da upravitelj imovinom izvještava o svojoj politici pozajmljivanja vrijednosnih papira i načinu na koji se ona primjenjuje kako bi ispunili svoje aktivnosti sudjelovanja, osobito tijekom glavne skupštine trgovačkog društva u koje se ulaže.

izostala. S druge strane, ako se stavimo u ulogu udjelničara portfeljnog društva s ograničenom odgovornošću – prema njemu niti pravo tržišta kapitala, a niti pravo društava nema pojačanih zahtjeva za transparentnošću. Naime, to su zatvorena društva koja uobičajeno imaju jednog ili dva udjelničara, društva s visoko koncentriranom vlasničkom strukturom te sva prava i obveze reguliraju izmjenom temeljenog akta tog društva – društvenog ugovora. Naš je zakonodavac kroz Pravilnik o vrstama AIF-a<sup>1293</sup> nametnuo zahtjev da ako AIF u svrhu ostvarivanja investicijske strategije koristi SPV,<sup>1294</sup> UAIF je dužan u osnivačkom aktu navesti ili osigurati odgovarajuću izmjenu u smislu cilja ulaganja (isključivo radi ulaganja AIF), mora steći kontrolni utjecaj nad SPV-om te osigurati da obveza postojećeg SPV-a ne bude opterećena postojećim obvezama takvog subjekta, osim ako preuzimanje takvih obveza nije nužno za provođenje ulaganja i u najboljem interesu ulagatelja AIF-a. Ovo su sve zahtjevi koji su propisani u svrhu zaštite ulagatelja. No, razvidno je da bi zakonodavac trebao intervenirati u odredbe ZAIF-a, te imajući na umu prethodno uvedene mehanizme zaštite putem AIFMD-a, a s osobitim osvrtom na društvenu odgovornost te činjenicu da je naše tržište malo, da je skoro više od polovice radnika u RH zaposleno u malim i srednjima društvima te da za radnike takvih portfeljnih društava nije predviđen niti jedan od prethodno navedenih zaštitnih mehanizama. Stoga bi de lege ferenda zakonodavac trebao proširiti primjenu zaštitnih mehanizama i na sve vrste UAIF-ova i na sva portfeljna društva bez obzira na njihov pravni oblik ili veličinu.

---

<sup>1293</sup> Članak 28. Pravilnika o vrstama AIF-a.

<sup>1294</sup> SPV - Subjekt koji je osnovan ili koji se stekne isključivo radi provođenja ulaganja AIF-a (članak 28. stavak 2. točka 1. Pravilnika o vrstama AIF-ova). Vidi više o SPV-u, str. 81.

#### **4. SUKOBİ INTERESA PRI ULAGANJU ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U PORTFELJNA DRUŠTVA I REGULATORNI MODELI NJIHOVA RAZRJEŠAVANJA**

U prethodnim su poglavljima analizirani najčešći načini ulaganja, financiranja i ugovaranja transakcija AIF-a / UAIF-a kao i „izlaska“ iz ulaganja UAIF-a / AIF-a iz portfeljnih društava kako su se razvijali kroz poslovnu praksu. Utvrdilo se da je tijekom cijelog procesa moguć potencijalni sukob interesa između ulagatelja i UAIF-a, ali i portfeljnog društva i samog AIF-a / UAIF-a. Upravljanje sukobom interesa vrlo je važno za UAIF jer se transparentnim objavama gradi reputacija fonda i stječe povjerenje ulagatelja u UAIF, pa time raste i snaga UAIF-a. Da je važnost toga pitanja prepoznata u poslovnoj praksi vidljivo je kroz soft law instrumente koje su iznjedrile udruge fond menadžera u obliku smjernica kojima nastoje povećati standarde dobrih praksi radi prepoznavanja, razotkrivanja i upravljanja sukobom interesa. Pitanja koja se tiču sukoba interesa, adresira i regulator, kao ključna u zaštiti ulagatelja i povjerenja u tržište kapitala.

U nastavku će se analizirati određenje pojma sukoba interesa, njegove vrste te zaštitni mehanizmi koje je predvidio zakonodavac s namjerom učinkovitog upravljanja sukobom interesa ili njegova pravodobnog razotkrivanja te predložiti de lege ferenda rješenja u cilju poboljšanja procesa.

##### **4.1. Predmetno određenje sukoba interesa**

Sukob interesa ili suprotstavljeni interes, pojmovi su koji se nerijetko miješaju. Stoga je nužno definirati što je sukob interesa te kako ga razlikovati od pojma suprotstavljenih interesa.

Sukob interesa može se promatrati s ekonomskog i pravnog aspekta. U ekonomskom smislu, sukob interesa se opisuje kao „situacija u kojoj sudionik na tržištu kapitala ima vlastiti interes da sakrije ili zloupotrijebi informacije potrebne za učinkovito funkcioniranje tržišta“.<sup>1295</sup> U pravnom smislu, sukob interesa nastaje kada se odluka donesena od osobe koja ju je dužna donijeti no istodobno i brinuti o interesima druge osobe, se odražava i na osobne interese (engl. conflict of interest and duty) te osobe koja je donijela odluku ili na interese treće osobe, koje

---

<sup>1295</sup> Derenčinović Ruk, Morana, Razvoj i pravno uređenje sukoba interesa i instituta usklađenosti na hrvatskom tržištu kapitala, doktorska disertacija, op. cit., bilj. br. 713., str. 195.

je ta osoba također dužna zakonski štiti (engl. conflict of duties).<sup>1296</sup> Drugim se riječima postavlja pitanje poštovanja načela lojalnosti.<sup>1297</sup>

Kao što je ranije rečeno,<sup>1298</sup> *duty of loyalty*<sup>1299</sup> je pravni standard koji nije definiran zakonom.<sup>1300</sup> On u pravu zemalja angloameričkog kruga proizlazi iz fiducijarnih dužnosti, dok u zemljama kontinentalnoga pravnog sustava proizlazi iz povjereničkog odnosa zasnovanog na načelu savjesnosti i poštenja. Dužnost lojalnosti postupanje je u kojem se pri donošenju odluke vodi računa isključivo o interesima onoga u čije ime se donosi odluka<sup>1301</sup> te osoba koja donosi odluku u ime drugoga potpuno mora isključiti osobne interese pri donošenju odluke.<sup>1302</sup>

S obzirom na to da je neminovno postojanje sukoba interesa, dvije su tehnike kako postupati u tom slučaju. S jedne strane, sukob interesa se nastoji prevenirati, izbjegavanjem nastanka situacija u kojima će on nastati (primjerice ex ante propisivanjem organizacijskih mjera), no ako se ipak pojavi potrebno je njime učinkovito upravljati te razotkriti njegovo postojanje.

Kako tržište nije moglo samo riješiti/izregulirati sukobe interesa bilo ih je potrebno urediti zakonom. Regulator nastoji putem pravila i procedura regulirati postupanje subjekta ex ante – prije same pojave sukoba interesa, pritom naglašavajući vremenski trenutak, važno ga je pravodobno razotkriti. To se postiže ustrojavanjem mehanizama putem kojih će subjekt sukoba interesa prepoznati već u začetku te ih pravodobnim prepoznavanjem nastojati i spriječiti. No, ako to nije moguće onda će ih transparentno objaviti radi održavanja povjerenja između sudionika tržišta kapitala. To znači da subjekti moraju moći upravljati sukobima interesa. No, ističe se da prevencija zahtijeva uspostavu kulture koja stremi visokim etičkim standardima

---

<sup>1296</sup> Kruithof, Marc, Conflict of Interest in Institutional Asset Management IS the EU Regulatory Approach Adequate? Financial Law Institute, University of Gent, WP 2005-07, (2005), str. 1-49., str. 2., <http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/WP2005-07.pdf>. (18.5.2023.)

<sup>1297</sup> U angloameričkim pravnom sustavu posljedica *duty of loyalty* u smislu fiducijarnih dužnosti je mogućnost odštete, dok su u zemljama kontinentalnoga pravnog sustava to odnosi temeljeni na povjerenju, odnosno načelu dobre vjere (ibid., str. 3.). U RH u članku 246. Kaznenog zakona, Narodne novine, br. 125/11., 144/12., 56/15., 61/15., 101/17., 118/18., 126/19., 84/21. sankcionira se djelo zloupotrebe povjerenja u gospodarskom poslovanju, što predstavlja svojevrsnu nadogradnju na odnos definiran obveznim pravom te definira posljedice u slučaju kršenja tog odnosa (kazna zatvora od 1 do 10 godina). Naravno to povlači za sobom i mogućnost odštete.

<sup>1298</sup> Vidi više u poglavlju 3.1.7. Razvoj fiducijarnog prava, str. 125. i dalje.

<sup>1299</sup> Vidi više u poglavlju 3.1.6. Značaj fiducijarne pozornosti upravitelja alternativnog investicijskog fonda za ugovorni odnos upravitelja alternativnog investicijskog fonda i ulagatelja, str. 124. i dalje.

<sup>1300</sup> Osoba koja mora primijeniti dužnost lojalnosti je u *discretionary margin* unutar kojeg treba procijeniti na temelju zakona koja je radnja najprimjerenija, Kruithof, Marc, op. cit., bilj. br. 1296., str. 3.

<sup>1301</sup> „Sukob interesa je izraz koji se često koristi, a rijetko definira., Sudac Brennan u slučaju Cuyler v Sullivan 446. U.S.: 335, 351, 100 S. Ct. 1708, dostupno na: <https://law.resource.org/pub/us/case/reporter/US/446/446.US.335.78-1832.html> (11.4.2021.).

<sup>1302</sup> Sukob interesa nastaje uvijek radi povećanja ili ostvarenja veće dobiti. Derenčinović Ruk, Morana, op. cit., bilj. br. 713., str. 198.



ponašanja na tržištu kapitala i ne tolerira suprotno ponašanje.<sup>1303</sup> Stoga je vrlo važna samoregulacija subjekata tržišta kapitala, ustrojavanjem soft law alata, putem etičkih kodeksa ili pravila postupanja koja, kada ih usvoje strukovne udruge subjekata tržišta kapitala, predstavljaju standard postupanja. Ako ih se subjekti ne pridržavaju, posljedica toga može biti utjecaj na reputaciju što može dovesti do gubitka klijenata/ulagatelja.

U nastavku će se istražiti vrste sukoba interesa, razlozi njihova nastanka te kako ih spriječiti ili kontrolirano njima upravljati te alate kojima se to može postići.

#### 4.1.1. Doktrinarne klasifikacije sukoba interesa

Prema doktrinarnoj klasifikaciji sukoba interesa Derenčinović Ruk, sukobe interesa sistematizirati na više načina prema: smjeru sukoba interesa, prema sferama sukoba interesa (grupama stakeholdera), kao trajna, ili privremena stanja, ili kao apstraktna, odnosno stvarna stanja.<sup>1304</sup>

Govoreći o podjeli prema smjeru sukoba interesa oni mogu biti „vertikalni“, kada su sudionici tržišta kapitala na različitim stranama, npr. u našem slučaju između UAIF-a kao preuzimatelja i ciljnog društva. Oni mogu biti i „paralelni“ kada su interesi jedne strane na oba pravca, npr. UAIF aranžira financijski instrument za ulazak u portfeljno društvo, a istodobno sudjeluje u financiranju ciljnog društva. Kada je riječ o sferama sukoba interesa uočava se podjela i prema grupama stakeholdera. Tako možemo govoriti o sukobima između ulagatelja, između samih subjekata (na temelju ugovora o radu – menadžerskih ugovora) te sukobima interesa vezanih uz organe upravljanja (dioničara i samog subjekta).<sup>1305</sup> No sukobi interesa mogu se razlikovati i kao „trajna stanja“, ako postoje tijekom međusobnog odnosa između subjekata ili „privremena“ ako se pojavljuju samo u nekoj etapi procesa. Sukob interesa može biti i „apstraktni“, potencijalni sukob gdje postoji svijest da bi mogao eventualno nastati, jer jedna strana u tom odnosu nije nepristrana pri donošenju odluke, ali i „konkretni“ stvarni sukob interes, koji se može prepoznati u trenutku kada se on stvarno dogodi.<sup>1306</sup> Imajući u vidu ovu

---

<sup>1303</sup> Ibid., str. 7.

<sup>1304</sup> Navedena klasifikacija rezultat je provedbe doktorskog istraživanja Morane Derenčinović Ruk, Razvoj i pravno uređenje sukoba interesa i instituta usklađenosti na hrvatskom tržištu kapitala, doktorska disertacija, 2016., op. cit., bilj. br. 713.

<sup>1305</sup> „Ti sukobi mogu biti vlastiti (interni) i vanjski (eksterni) te oni praksi nastaju vrlo često istovremeno.“ Vidi više: ibid., str. 292. Oni mogu i posredno proizaći iz delegiranja poslova bilo zaposlenicima bilo vanjskim suradnicima. Vidi više: Faust, A., Verhaltensregeln und Compliance, u: Schimansky, H., Bunte, H-J., Lwowski, H-J., Bankrecht Handbuch, Band 2., 4. Aufl., Munchen, Verlage C.H.Beck, 2011., br. 29.

<sup>1306</sup> Vidi više i: Frase, Dick, Law and Regulation of Investment Management, 2nd ed., London, Sweet & Maxwell, 2010.

klasifikaciju u nastavku rada će se usredotočiti na analizu dvije velike grupe i to: sukob interesa između ulagatelja AIF-a i UAIF-a te sukob interesa između UAIF-a i portfeljnog društva.

Kada se govori o sukobu interesa između ulagatelja AIF-a i UAIF-a, riječ je o sukobu između ulagatelja i upravljačkog osoblja UAIF-a i njegovih zaposlenika, koji su kao UAIF obvezni ispunjavati fiducijarne dužnosti prema ulagateljima i AIF-u, tzv. no conflict rule<sup>1307</sup> prema kojem se UAIF ne smije dovesti u položaj da su njegovi vlastiti interesi u sukobu s interesima ulagatelja.<sup>1308</sup> Jedan od uzroka sukoba interesa između ulagatelja i UAIF-a nastaje zbog asimetrije informacija.<sup>1309</sup> U tom odnosu UAIF, s obzirom na to da mu je povjerena na upravljanje imovina ulagatelja, ima više informacija od samog ulagatelja o predmetu ulaganja. Takva asimetrija može dovesti do nepovoljnog izbora (engl. adverse selection) ulaganja od UAIF-a za ulagatelja, osobito ako je UAIF vođen neobjektivnom procjenom (Better-than-Average - BTA),<sup>1310</sup> ili moralnog hazarda UAIF-a, odabirom nepovoljnog ulaganja, kojim bi ojačala snaga UAIF-a i pridonijela većoj zaradi UAIF-a, a na uštrb ulagatelja u AIF.<sup>1311</sup> Takva se situacija dodatno pojačava kada je UAIF ulagatelj i upravitelj AIF-a što može dovesti do agency problema.<sup>1312</sup>

Druga razina / vrsta odnosa gdje promatramo sukob interesa jest odnos između UAIF-a i portfeljnog društva, kojeg možemo promatrati iz dva aspekta. Prvi je aspekt, da UAIF promatramo kao ulagatelja u portfeljno društvo, gdje se postavlja pitanje lojalnosti UAIF-a kao dioničara/udioničara portfeljnog društva pri glasovanju o donošenju odluka ili pak njegovu utjecaju na donošenje odluka<sup>1313</sup> o kojima svoj glas daju udioničari/dioničari portfeljnog društva. Govorimo o odnosu na razini članstva. Drugi kut iz kojeg možemo promatrati taj odnos jest upravljačka razina, odnosno kada su članovi uprave UAIF-a istodobno i članovi uprave portfeljnog društva, gdje se postavlja pitanje načina postupanja i u čijem je interesu uprava društva dužna djelovati, kao i odgovornosti članova uprave UAIF / uprave portfeljnog društva.<sup>1314</sup> Stoga zaključujemo da se može govoriti o sukobu interesa na dvije razine.

---

<sup>1307</sup> Derenčinović Ruk, Morana, op. cit., bilj. br. 713., str. 250.

<sup>1308</sup> Npr. u slučaju naplaćivanja viših naknada za upravljanje ili većeg i rizičnijeg ulaganja u cilju ostvarenja većeg primitka.

<sup>1309</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.1. Predugovorna etapa, str. 166. i dalje.

<sup>1310</sup> Vidi više o tzv. BTA teoriji, str. 169-171.

<sup>1311</sup> Tako i Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 327.

<sup>1312</sup> Vidi i bilj. br. 28.

<sup>1313</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.5. Položaj UAIF-a kao člana društva u portfeljnom društvu, str. 197. i dalje.

<sup>1314</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.4.1. Razlikovnosti dužne pozornosti uprave upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva, str. 191. i dalje.

Kao što je već rečeno, načela i postupanja u slučajevima sukoba interesa u odnosu ulagatelj i AIF regulirana su propisima putem organizacijskih zahtjeva UAIF-a. Ostale pravno neregulirane sukobe interesa koji prate sam transakcijski proces analizirat će se i kroz alate soft lawa. Kao primjer najboljih praksi izdvajamo Private Equity Conflict of Interests Consultation paper (IOSCO)<sup>1315</sup> (u daljnjem tekstu: IOSCO), kojim se nastoji fondovskoj industriji ukazati na pojavne oblike sukoba interesa, u cilju njihova lakšeg prepoznavanja, kako ih izbjeći ili prevenirati unutar samog UAIF-a s naglaskom na potrebu prevencije ex ante te suprotstaviti Guidelines on Conflicts of Interest in Enterprises (ICC)<sup>1316</sup> (u daljnjem tekstu: ICC), kao kontrapod ovom prvom, kojim se pojašnjavaju specifičnosti takvih pojava u portfeljnim društvima općenito, nevezano za neki poseban industrijski sektor ili granu industrije. Iz opisanoga možemo zaključiti da je to problem koji je sveprisutan i koji ima važno mjesto u mozaiku korporativnog upravljanja.

#### 4.1.2. Sukob interesa između ulagatelja alternativnog investicijskog fonda i upravitelja alternativnog investicijskog fonda

Sukob interesa između ulagatelja AIF-a i UAIF-a egzistira u svim etapama investicijskog ciklusa. U nastavku će se rada prikazati sukobe interesa koji su prepoznati u poslovnoj praksi te okrupnjeni i sistematizirani kroz IOSCO Smjernice o sukobu interesa.

Sukob interesa može se pojaviti između samih ulagatelja, već u tzv. inicijalnoj investicijskoj etapi prikupljanja sredstava. Jedan je od primjera most favourable nation clause,<sup>1317</sup> prema kojoj se ulagatelji koji su utjecajni i ulažu veći iznos sredstava u fond mogu ispregovarati bolje uvjete za svoje ulaganje.<sup>1318</sup>

Prvotni sukob interesa između ulagatelja i UAIF-a nalazimo u etapi prikupljanja sredstava u pogledu veličine fonda, odnosno visine kapitala koji će se prikupiti u fond. Kako visini kapitala, ovisi i nagradi UAIF-a, kao ublažavanje mogućeg sukoba predlaže se definiranje nagrade UAIF-a (način i metoda izračuna nagrade) odmah pri ugovaranju i ugradnji u ugovore ili pravila

---

<sup>1315</sup> IOSCO - International Organization of Securities Commissions – Private Equity Conflict of Interests Consultation report, 2009. (u daljnjem tekstu: IOSCO – sukob interesa), dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD309.pdf> (26.7.2020.).

<sup>1316</sup> International Chamber of Commerce (ICC) Guidelines on Conflicts of Interest in Enterprises (u daljnjem tekstu: ICC – Smjernice o sukobu interesa), dostupno na: <https://cdn.iccwbo.org/content/uploads/sites/3/2018/08/icc-conflicts-of-interest-guidelines-july-2018.pdf> (23.7.2019.).

<sup>1317</sup> IOSCO – sukob interesa, str. 11.

<sup>1318</sup> Vidi više str. 105. i 106.

AIF-a.<sup>1319</sup> Do drugoga sukoba dolazi zbog poslovne prakse prema kojoj PE, kako bi održali reputaciju i privukli nove ulagatelje, pri kraju investicijskog procesa AIF-a kreću u osnivanje novog AIF-a.<sup>1320</sup> Kako se na tržištu ne bi našla dva AIF-a istog UAIF-a, s istim ili sličnim ulagateljskim strategijama, ulagatelji se unaprijed ugovorno osiguravaju na način da ukoliko dođe do preklapanja ulaganja dva AIF-a pod upravljanjem istog UAIF-a, prvotno osnovani AIF će imati prednost. To znači da će se sve mogućnosti ulaganja alocirati prema tom prvom AIF-u, ili na oba AIF-a, ali na pro rata bazi.<sup>1321</sup> Ako se takav sukob interesa pojavi, vrlo je važno da ga UAIF odmah transparentno objavi svojim ulagateljima.<sup>1322</sup>

U samoj etapi ulaganja – sukob interesa može nastati ako UAIF pruža određene usluge društvu u koje ulaže, npr. usluge savjetovanja i/ili analize te ih naplaćuje, a prihod od toga ostvaruje UAIF, a ne AIF.<sup>1323</sup> Stoga je bitno takve situacije unaprijed predvidjeti te u ugovoru o upravljanju AIF-om unaprijed odrediti koje su osnovne djelatnosti UAIF te postoje li djelatnosti koje UAIF može obavljati kao dodatne djelatnosti.<sup>1324</sup>

Potencijalni sukob interesa moguć je i kada UAIF želi sudjelovati u većem ulaganju, ali to ne može zbog politika diverzifikacije portfelja. UAIF tada može ponuditi ulagateljima AIF-a da zajedno s AIF-om sudjeluju izravno (engl. co-investment), kao individualni ulagatelji u takvom ulaganju. Tada se ugovara da ulagatelji u AIF kojim upravlja UAIF sudjeluju u novom ulaganju UAIF-sa od 2 do 5 % pro rata ulaganjem.<sup>1325</sup> To su ulagatelji koji raspolažu većim kapitalom i spremni su brzo donijeti odluku. Preporuka ublažavanja takvih potencijalnih sukoba interesa je da UAIF ne favorizira određenog ulagatelja na račun drugih ulagatelja, a što će UAIF postići transparentnim objavama prema svim ulagateljima prije poduzimanja same transakcije. Za UAIF, zajednički interes AIF-a i individualnog ulagatelja koji je ujedno i ulagatelj AIF-a daje

---

<sup>1319</sup> Kod PE transakcija, sukob interesa javlja se kada su banke ulagatelji u PE, jer je u tom slučaju banka i vlasnik / suvlasnik portfeljnog društva, a s druge strane ima veliki utjecaj na uvjete za odobravanje i kreiranje zajma koji se dodjeljuje portfeljnom društvu. Vidi više: Fontenay de Elisabeth: op. cit., bilj., str. 115-189.

<sup>1320</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.3. Odnos ulagatelja u alternativni investicijski fond i upravitelja alternativnog investicijskog fonda, str. 101. i dalje.

<sup>1321</sup> Kod *rescue* ulaganja sukob interesa se pojavljuje ako prvotni AIF nema više kapitala za novu rundu financiranja, a ulaganje nije dovršeno. Tada UAIF uvodi drugi AIF kako bi uspješno završio ulaganje i povratio ulaganje. U tom slučaju treba točno i jasno odrediti pod kojim se uvjetima to može dogoditi. UAIF mora procijeniti portfeljno društvo i tražiti reviziju procjene te o tome informirati ulagatelje AIF-a koji ulaze u novu rundu financiranja. Nova runda financiranja ne bi smjela biti samo iz razloga kako bi se spasilo ulaganje prvog AIF-a, te time žrtvovao prinos AIF-a koji je ušao u ulaganje kasnije, u novoj rundi financiranja.

<sup>1322</sup> IOSCO – sukob interesa, str. 15.

<sup>1323</sup> Vidi više u poglavlju: 3.1.13. Zatvoreni alternativni investicijski fond s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj, str. 150. i dalje.

<sup>1324</sup> IOSCO – sukob interesa, str. 14.

<sup>1325</sup> IOSCO – sukob interesa, str. 16.

dodatnu sinergiju, a s druge strane ulagatelju pruža mogućnost povećati svoj dobitak, a bez plaćanja naknade UAIF-u.

Tijekom ulaganja sukob interesa se može pojaviti u izboru ključnih osoba u portfeljnim društvima ili odluke o naknadi tim osobama. Ako neko ulaganje stagnira, njemu UAIF može pridodati manje pozornosti negoli nekom uspješnom ulaganju iz istog portfelja fonda. To može naštetiti interesima ulagatelja i samog AIF-a, jer će UAIF ostvariti veću naknadu za upravljanje uspješnoga poslovnog poduhvata. Stoga je preporuka u dobro izbalansiranom ugovaranju naknade za upravljanje, kao i nadzoru nad ključnim osobljem.

U procesu dezinvestiranja<sup>1326</sup> potencijalni sukob interesa prepoznat je u situacijama kod produljenja roka trajanja fonda. Naime, VC/PE fondovi uobičajeno traju određeno vrijeme (od 5 do 10 godina), što se prethodno dalo do znanja putem ugovora s ulagateljima, osnivačkim aktima i sl. No, UAIF može nastojati produljiti rok trajanja AIF-a u cilju, kako bi i dalje ostvarivao naknade i provizije, premda nema realnog opravdanja za to.<sup>1327</sup> U svrhu prevencije ovog sukoba interesa sugerira se unaprijed propisati politike nagrađivanja UAIF-a te ih dodatno ojačati kroz ugovore o ulaganju, osnivačke akte fonda ili pravila fonda. Potencijalni sukob interesa može se pojaviti pri dezinvestiranju kada se u transakciji pojavljuje više fondova koji su u ulaganje „ušli“ u različito vrijeme, pa trenutak pogodan za „izlazak“ jednoga fonda ne mora nužno odgovarati i drugom fondu. Te bi se situacije trebale rješavati unaprijed kroz pregovore fondova pri ulasku u portfeljno društvo, pa je stoga vrlo važno o tome voditi računa pri strukturiranju same transakcije.<sup>1328</sup>

Iz prethodnoga pregleda razvidno je da je IOSCO upozorio na pojavu sukoba interesa kroz sve faze investicijskog procesa te je izbog toga propisao osam načela temeljenih na fiducijarnim dužnostima - lojalnosti i dužne pažnje,<sup>1329</sup> nastojao snagom svog autoriteta artikulirati standarde

---

<sup>1326</sup> Vidi više str. 89-94.

<sup>1327</sup> IOSCO – sukob interesa, str. 19-21.

<sup>1328</sup> IOSCO – sukob interesa, str. 21.

<sup>1329</sup> PE treba tražiti način da upravlja sukobom interesa u najboljem interesu fonda i njegovih ulagatelja, utvrditi i primijeniti pisane politike i procedure koje će odgovarati vrsti, veličini i strukturi PE na temelju kojih bi mogao prepoznati, nadzirati i adekvatno upravljati sukobom interesa. Pri tome PE mora uzeti u razmatranje specifičnosti procesa kroz koji sukob interesa može biti prepoznat, alate koje će koristiti za ublažavanje sukoba interesa, objasniti proces kako će se sukobi interesa koji su prepoznati prezentirati ulagateljima. Takve politike i procedure moraju biti primjenjive i za osnivače ulagatelje AIF-a i za sve ostale ulagatelje koji su naknadno pristupili AIF-u. PE se treba služiti tehnikama upravljanja sukobom interesa koje će biti najučinkovitije za upravljanje i razumljive svim ulagateljima. PE su dužne umetnuti i jasno dokumentirati i definirati proces koji će olakšati konzultacije u odnosu na konkretan sukob interesa, susus danih mišljenja pribavljenih od konzultanta na vrijeme, u kojem će obrazložiti posljedice postupanja u odnosu na zakonske zahtjeve ili dužnost povjerljivosti, osigurati da objave prema ulagateljima budu jasne, cjelovite i da ne dovode u zabludu ulagatelje. IOSCO – sukob interesa, str. 21-22.

ponašanja UAIF-a u cilju zaštite ulagatelja te pritom zadržao relativnu slobodu UAIF-a u kreiranju i realizaciji transakcija. IOSCO je središte razmatranja postavio na dužnost objave, s tim da je primarni zahtjev u odnosu na UAIF upravljati sukobom interesa u najboljem interesu fonda i njegovih ulagatelja. To UAIF postiže uvođenjem pisanih politika i procedura, nadziranjem i adekvatnim upravljanjem sukobom interesa. Osobito se naglašava potreba rukovođenja specifičnošću procesa, izbjegavajući načelo one size for all.<sup>1330</sup> Time UAIF dokazuje ulagateljima da je ispoštovao zahtjev za primjenom dužne pažnje pri donošenju odluka i da je odluka o ulaganju donesena na temelju informacija koje su bile dostatne u vrijeme donošenja odluke. Objave prema ulagateljima moraju biti jasne i razumljive. No da bi UAIF uspio u tome, nužno je da educira svoje zaposlenike. Proces mora biti kontinuiran, mora biti razumljiv i lako prijemčljiv svim zaposlenicima UAIF-a kako bi ga mogli lakše usvojiti i ponašati se u skladu s usvojenim standardima. S druge strane, prema ulagateljima informacije moraju biti jasne, razumljive i ne smiju dovoditi u zabludu. Poseban je naglasak stavljen na pravodobnost - informacije moraju biti pravodobno iskomunicirane prije poduzimanja same transakcije.

S obzirom na identificirane sukobe interesa kako ih je prepoznala fondovska industrija te sve faze investicijskog ciklusa kroz koje je on moguće prisutan, vidljivi su razlozi zbog kojih je bitno prepoznati i razlikovati sukobe interesa. Alati soft lawa u vidu smjernica i preporuka fondovske industrije mogu pomoći i usmjeriti ulagatelje i sam UAIF kako bi uspješno i učinkovito, ako već ne mogu izbjeći sukob interesa, mogli njime upravljati. Stoga je učinkovito upravljanje sukobima interesa (engl. managing of conflict of interest), najvažnija komponenta zaštite pri čemu soft law instrumenti svakako mogu pridonijeti postizanju veće pravne sigurnosti.

Autorica podsjeća da je temeljno načelo postupanja UAIF-a, postupanje isključivo u interesu ulagatelja i AIF-a kojim upravlja UAIF. U Uredbi AIFM-a se definira da postupanjem u najboljem interesu AIF-ova i ulagatelja u AIF-ove kojima upravljaju, kao i štiteći integritet tržišta kapitala, UAIF ispunjava dužnost lojalnosti.<sup>1331</sup> UAIF će to izvršiti na način da primjeni politike i postupke za sprječavanje sukoba interesa i potencijalnih zloupotreba, koje moraju biti prethodno uglavljene kako bi ispunile svoju temeljnu svrhu.

---

<sup>1330</sup> IOSCO ističe važnost objave danih mišljenja pribavljenih od konzultanata prije poduzimanja transakcije u odnosu na posljedice postupanja.

<sup>1331</sup> Članak 23. Uredbe AIFM-a.

Regulator smatra da je najbolji put tomu kroz organizacijske zahtjeve koje postavlja pred UAIF. Njima bi se trebalo definirati prava i dužnosti samog subjekta, prepoznati sukob interesa, njegovo sprječavanje te razotkrivanje uz istodobni zahtjev za poštovanjem fiducijarnih dužnosti UAIF-a tijekom trajanja ulaganja, odnosno postupanjem UAIF-a na načelima savjesnosti i poštenja. To znači da UAIF treba donijeti interna pravila putem kojih će kroz organizacijske mjere prevenirati i/ili rješavati sukobe interesa, njima uspješno upravljati te ih pravodobno razotkriti u cilju održavanja povjerenja na tržištu kapitala. Organizacijski zahtjevi također su dio zakonodavnoga paketa, a što će se analizirati u budućim izlaganjima, oni se „spuštaju“ i na razinu obavljanja određenih funkcija koje obavljaju zaposlenici UAIF-a.

#### 4.2. Regulacija sukoba interesa

Važnost regulacije sukoba interesa iskazana je u nizu propisa financijskog prava od UCITS-a, MIFID 2<sup>1332</sup> te njihove primjene kroz provedbene uredbe EU-a. AIFMD je usmjeren ponajprije na zaštitu ulagatelja, dok je pokušaj regulacije sukoba interesa između AIF-a i portfeljnog društva iskazan kroz AIFMD, ali i kroz Direktivu o dugoročnom poticanju sudjelovanja dioničara, čije polje primjene nije vezano strogo uz fondovsku industriju. Kako bi UAIF postupao u skladu sa svojom najvažnijom zadaćom proisteklom iz povjereničkog odnosa između njega i ulagatelja – postupati isključivo u najboljem interesu ulagatelja<sup>1333</sup> i AIF-a kojim upravlja, dužan je u skladu s AIFMD-om uspostaviti odgovarajuće politike i procedure kojima prevenira eventualne nepravilnosti te kojima neće posljedično negativno utjecati na tržište, njegovu stabilnost i integritet.<sup>1334</sup> UAIF mora uspostaviti djelotvorne organizacijske strukture, procedure i zaposliti odgovarajuće zaposlenike, te uspostaviti djelotvoran sustav korporativnog upravljanja koji će biti sposoban obavljati poslovne aktivnosti u cilju sprječavanja sukoba interesa. Transparentnost<sup>1335</sup> upravljačkih tijela, ex ante, pri pojavi sukoba interesa kao i njihova neovisnost, uz organizacijsku razdvojenost i primjenu pravila i procedura kojima se nastoji prevenirati sukob interesa između ulagatelja i UAIF-a, elementi su koji predstavljaju osnovni alat u preveniraju sukoba interesa između ulagatelja i UAIF-a.

---

<sup>1332</sup> Članak 23. MIFID II nalaže investicijskom društvu da poduzme sve prikladne korake za utvrđivanje i sprječavanje ili upravljanje sukobima interesa.

<sup>1333</sup> Članak 12. AIFMD-a.

<sup>1334</sup> Zetsche, Dirk A., Eckner, David, Appointment, Authorization and Organization of AIFM, u: Zetsche, D. A., (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 9., str. 193-242., str. 227.

<sup>1335</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 102.

Dok AIFMD uvodi načela za rješavanje sukoba interesa, ona se detaljno razrađuju kroz Uredbu AIFM-a<sup>1336</sup> koja definira vrste sukoba interesa te predviđa zaštitne mjere. U nastavku će se rada analizirati kako su te odredbe transponirane u zakonodavstvo RH te će se dati pregled komparativno, u zakonodavstvima država članica EU-a. One se dalje razrađuju internim politikama i pravilima UAIF-a koja se vežu uz etično poslovanje, kojima se pokazuje nulta stopa tolerancije na korupciju i sl.

#### 4.2.1. AIFMD

AIFMD<sup>1337</sup> nalaže državama članicama da obvežu UAIF-ove da poduzmu odgovarajuće korake u cilju identifikacije, prevencije, upravljanja i nadzora sukoba interesa kako bi zaštitili interese ulagatelja. UAIF treba poslovati u skladu s čvrstim sustavima kontrole upravljanja te se organizirati na način da se sukobi interesa svedu na najmanju moguću mjeru.<sup>1338</sup> Kako bi ispunio tu regulatornu obvezu, UAIF mora imati učinkovite administrativne i organizacijske mjere za utvrđivanje, upravljanje i praćenje sukoba interesa u cilju sprječavanja negativnog utjecaja na interese AIF-a i njihovih ulagatelja. U sklopu vlastitoga poslovnog okruženja dužan je odvojiti poslove i odgovornosti koji se mogu smatrati međusobno nespojivima. No, kada je UAIF ispunio sve organizacijske zahtjeve, a ipak je izvjesno da bi moglo doći do potencijalnog sukoba interesa, dužan je ulagateljima otkriti opću prirodu sukoba interesa, prije negoli što počne poslovati u njihovo ime, dakle ex ante, prije zaključenja transakcije te u tu svrhu izraditi odgovarajuće politike i procedure postupanja.<sup>1339</sup>

Rješenja predviđena AIFMD-om detaljno razrađuje Uredba AIFM-a, te će se u nastavku analizirati strategije koje su usmjerene na sprječavanje, upravljanje te razotkrivanje sukoba interesa kako ih ona definira.

#### 4.2.2. Strategije za sprječavanje sukoba interesa propisane Uredbom AIFM-a

S obzirom na važnost sprječavanja i upravljanja različitim sukobima interesa, Uredba AIFM je propisala strategije kojima se nastoji sukob interesa između ulagatelja i UAIF-a, ili izbjeći, ili

---

<sup>1336</sup> Vidi bilj. 662.

<sup>1337</sup> Članak 14. stavak 1. AIFMD-a. Države članice dužne su poduzeti sve odgovarajuće korake za utvrđivanje postojanja sukoba interesa koji se pojavljuju tijekom upravljanja AIF-om između UAIF-a (uključujući i zaposlenike i druge osobe izravno ili neizravno povezane s UAIF-om) i AIF-a kojim upravlja UAIF, zatim između AIF-a ili ulagatelja u taj AIF te između AIF-a ili ulagatelja u taj AIF i drugoga klijenta UAIF-a, dva klijenta AIF-a. Preambula 22. AIFMD-a.

<sup>1338</sup> Preambula 22. AIFMD-a.

<sup>1339</sup> Članak 14. stavak 2. AIFMD-a.



staviti pod nadzor. Među njima izdvajamo, za potrebe ovoga rada, zahtjev za utvrđivanjem odnosa kontrole, organizacijsku strukturu AIF-a, koja se treba sastojati od obveznih funkcija upravljanja rizicima, usklađenosti i interne kontrole te u konačnici, ako se sukob interesa ne može izbjeći njegovo razotkrivanje i upravljanje njime. Ti su zahtjevi dio zakonodavnoga paketa kojih se UAIF obvezatno mora pridržavati, no oni su ujedno i podloga za superviziju regulatora.

#### 4.2.2.1. Zahtjev za utvrđivanjem odnosa kontrole

Uredba AIFM-a<sup>1340</sup> nalaže UAIF-u uspostavljanje, provedbu i primjenu pisane politike upravljanja sukobom interesa vodeći računa o veličini i organizacijskom ustroju UAIF-a te vrsti i složenosti njegova poslovanja. Njome se utvrđuje da je cilj postupaka i mjera za sprečavanje i upravljanje sukobom interesa osigurati da relevantne osobe koje se bave poslovnim aktivnostima koje uključuju rizik sukoba interesa obavljaju svoje aktivnosti neovisno. S obzirom na to da sukob interesa nastaje radi povećanja ili ostvarenja veće dobiti, Uredba AIFM-a u članku 30. određuje da je radi utvrđivanja vrste sukoba interesa koji se pojavljuje tijekom upravljanja UAIF-a vrlo važno utvrditi nalazi li se UAIF, relevantna osoba ili osoba koja je povezana s UAIF-om u odnosu kontrole u sljedećim situacijama: a) vjerojatno će ostvariti financijski dobitak ili gubitak na štetu AIF-a ili njegovih ulagatelja, b) ima interes od usluga ili aktivnosti koji se pružaju AIF-u ili njegovih ulagateljima, a koji se razlikuje od interesa AIF-a c) ima financijski ili drugi motiv da pogoduje interesima drugog AIF-a ili jednog od ulagatelja d) obavlja iste aktivnosti za UAIF i drugi AIF i e) prima ili će primiti od osobe koja nije AIF niti njegov ulagatelj poticaj u obliku novčanih sredstava, dobara ili usluga koja nisu uobičajena usluga ili provizija za navedenu uslugu.<sup>1341</sup> Zahtjev za utvrđivanjem odnosa kontrole u odnosu na UAIF proizlazi iz specifičnoga povjereničkog odnosa UAIF-a na kojem počiva njegov odnos s ulagateljima, budući da UAIF na temelju tog odnosa kao i ugovora o ulaganju/ugovora o upravljanju, donosi odluke o ulaganjima samostalno, a u skladu s voljom ulagatelja iskazanoj kroz dokumente fonda te ciljevima i strategijama fonda, uz primjenu načela savjesnosti i poštenja.

---

<sup>1340</sup> Članak 31. Uredbe AIFM-a. Ako je UAIF član grupe – treba uzeti u obzir i mogućnost pojave sukoba interesa u odnosu na grupu.

<sup>1341</sup> Na isti je način preuzeta odredba u točkama 10.1.2.-10.1.27. u UK-u u FCA Handbook dostupno na: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/SYSC/10/1.pdf> (12.12.2020.); u Njemačkoj u članku 27. KAGB-a, dostupno na: <https://www.anwalt.de/gesetze/kagb/27> (12.12.2020.). U Republici Sloveniji članak 67.-68. ZUAIS-a. Vidi više za Republiku Hrvatsku, str. 231 i dalje.

UAIF je dužan<sup>1342</sup> uspostaviti politike upravljanja sukobom interesa, osigurati postupke za sprječavanje ili kontrolu razmjene informacija između relevantnih osoba koje se bave aktivnostima upravljanja zajedničkim portfeljem uključujući rizik sukoba interesa kada razmjena informacija može naštetiti interesima jednog ili više ulagatelja ili AIF-a,<sup>1343</sup> poseban nadzor osoba čije glavne funkcije uključuju obavljanje aktivnostima upravljanja zajedničkim portfeljem klijenata ili ulagatelja, a koji mogu biti u sukobu interesa,<sup>1344</sup> kao i uklanjanje bilo koje izravne povezanosti između nagrađivanja relevantnih osoba koje mogu biti u sukobu.<sup>1345</sup> Obveza UAIF-a je i ustrojiti mjere za sprječavanje ili ograničavanje bilo koje osobe da neprimjereno utječe na relevantnu osobu<sup>1346</sup> te mjere za sprječavanje uključivanja relevantne osobe u posebne aktivnosti upravljanja zajedničkim portfeljem kada bi to moglo narušiti pravilno upravljanje sukobom interesa.<sup>1347</sup> U nastavku će se prikazati organizacijska strukturu UAIF-a, kao dio strategije koje provodi UAIF u cilju sprječavanja i razotkrivanja sukoba interesa na temelju zahtjeva iz Uredbe AIFM-a.

#### 4.2.2.2. Organizacijska struktura upravitelja alternativnog investicijskog fonda kao dio strategije sprječavanja sukoba interesa

Kako bi prevenirali potencijalne sukobe interesa, UAIF mora uspostaviti organizacijsku strukturu koja će osiguravati transparentnost i neovisnost osoba koje obavljaju svoje zadaće. On to čini uspostavljanjem tri trajne funkcije: funkcije upravljanja rizicima (engl. risk management), funkcije usklađenosti (engl. compliance) i funkcije interne kontrole (engl. internal control). Kao ostale strategije usmjerene na sprječavanje sukoba interesa, ZAIF navodi i obvezu UAIF-a za uspostavljanje funkcije upravljanja likvidnošću,<sup>1348</sup> putem koje je UAIF

---

<sup>1342</sup> Članak 30.-37. Uredbe AIFM-a. UAIF koji upravlja AIF-om otvorenog tipa dužan je utvrditi, upravljati i pratiti sukobe interesa koji nastaju između ulagatelja koji žele isplatu svojih ulaganja i ulagatelja koji žele zadržati svoja ulaganja u AIF, te sve sukobe interesa između motiva UAIF-a za ulaganje u nelikvidnu imovinu i politike isplate AIF-a (na temelju članka 14. stavak 1. AIFMD-a). O sukobu interesa pri likvidaciji AIF-a vidi više str. 137.

<sup>1343</sup> Članak 33. stavak 2. točka a. Uredbe AIFM-a.

<sup>1344</sup> Članak 33. stavak 2. točka b. Uredbe AIFM-a.

<sup>1345</sup> Kako bi se preveniralo preveliko preuzimanje rizika od UAIF-a smjernicama ESMA-e izdane su preporuke UAIF-a o održavanju usklađenosti između stabilnoga financijskog položaja i nagrađivanja, isplata i stjecanja varijabilne naknade te transparentnog izvještavanja ulagatelja o istima koje upravo imaju zadatak da zauzdaju veliki apetit za rizikom upravitelja AIF-ova te samim time i preveniraju potencijalni sukob interesa. Vidi više: ESMA Smjernice o politici nagrađivanja u skladu s AIFMD-om.

<sup>1346</sup> Članak 33. stavak 2. točka d. Uredbe AIFM-a.

<sup>1347</sup> Članak 33. stavak 2. točka e. Uredbe AIFM-a.

<sup>1348</sup> Članak 59. ZAIF-a i članak 46.-49. Uredbe AIFM-a. Na isti je način preuzeta u Njemačkoj u članku 29. KAGB-a, dostupno na: <https://www.anwalt.de/gesetze/kagb/30> (12.12.2020.). U Republici Sloveniji članak 72. ZUAIS-a.

dužan redovito provoditi testiranja otpornosti na stres (engl. stres test)<sup>1349</sup> te osigurati da za svaki AIF kojim upravlja bude međusobno usklađena investicijska strategija, profil likvidnosti i politika otkupa udjela. UAIF je dužan uspostaviti i mjere za kontinuitet poslovanja<sup>1350</sup> radi osiguranja neprekidnog i redovitog poslovanje te uspostave i provođenja politike primitaka.<sup>1351</sup> Politika primitaka mora dosljedno odražavati i promicati učinkovito upravljanje rizicima<sup>1352</sup> te sprječavanje preuzimanja rizika koje nije u skladu s profilom rizičnosti, pravilima i/ili prospektom AIF-a kojima upravlja. Politika primitaka prepoznata je kao važan element u prevenciji sukoba interesa.<sup>1353</sup> Nagrađivanje UAIF-a, odnosno naknade za koju se AIF obvezao platiti UAIF-u, već je odavno prepoznao regulator kao okidač za prekomjerno preuzimanje rizika od UAIF-a.<sup>1354</sup> U Prilogu 2. AIFMD-a pobrojana su načela koje UAIF-i i AIF-i moraju slijediti kada određuju osnove svojih politika nagrađivanja i praksi, uz osnovni postulat da se neuspjeh ne nagrađuje. Kako bi osigurali jasnije ciljeve dosljednu primjenu među državama članicama, ESMA je izdala Smjernice o politici nagrađivanja u skladu s AIFMD-om.<sup>1355</sup> Smjernice se primjenjuju na vanjske UAIF, te sam AIF, ako pravni oblik AIF-a omogućuje interno upravljanje. One se primjenjuju i na identificirano osoblje, a to je kategoriju zaposlenika

---

<sup>1349</sup> *Stres test* - instrument za upravljanje rizikom unutar upraviteljevog cjelokupnog okvira za upravljanje likvidnosnim rizikom, kojim se simulira niz uvjeta, uključujući uobičajene uvjete i moguće uvjete stresa (tj. ekstremne, malo vjerojatne ili nepovoljne uvjete) kako bi se procijenio njihov mogući učinak na izvore financiranja (obveze), imovinu, ukupnu likvidnost fonda i potrebne daljnje mjere. Preuzeto iz Smjernica o testiranju otpornosti likvidnosti na stres kod UCITS-a i AIF-ova, ESMA, 16/07/2020 | ESMA34-39-897 HR, str. 5., dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39897\\_guidelines\\_on\\_liquidity\\_stress\\_testing\\_in\\_ucits\\_and\\_aifs\\_hr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39897_guidelines_on_liquidity_stress_testing_in_ucits_and_aifs_hr.pdf) (10.12.2023.).

<sup>1350</sup> Članak 60. ZAIF-a.

<sup>1351</sup> Članak 61. ZAIF-a.

<sup>1352</sup> Njemački KAGB članak 37.: „UAIF treba... uspostaviti sustav nagrađivanja koji je kompatibilan i vodi solidnom i učinkovitom sustavu upravljanja rizicima, ne stvara nikakve poticaje za preuzimanje rizika koji nisu povezani s profilom rizika“, dostupno na: <https://www.anwalt.de/gesetze/kagb/30> (12.12.2020.).

<sup>1353</sup> Pomak s varijabilnih na fiksne primitke doveo je do većeg izbjegavanja rizika u sektoru upravljanja zajedničkim alternativnim ulaganjima te se poboljšala opća informiranost o dobrim sustavima nagrađivanja. Podatak preuzet iz Izvješća COM (2020) 232 EU Komisije Europskom parlamentu i Vijeću o ocjeni primjene i područja primjene AIFMD-a, Bruxelles, 10.6.2020., dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/EN/COM-2020-232-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF> (3.3.2021.).

<sup>1354</sup> Europska je komisija 30. travnja 2009. godine usvojila Preporuku o politici primitaka u sektoru financijskih usluga, SL L 120, 15.5.2009. (u daljnjem tekstu: Preporuka), konstatirajući da je prekomjerno preuzimanje rizika od strane banaka i investicijskih fondova, a među kojima su i politike nagrađivanja kao jedan od faktora, prouzročile poremećaje velikih razmjera koji su se protegli na društvo u cjelini, uzrokujući krah financijskih tržišta i nepovjerenje sudionika tržišta kapitala. Kao odgovor na takvu situaciju, Preporukom se nastojalo ostvariti, kao jednom od mjera, preduvjete za stabilan i siguran financijski sustav te vratiti povjerenje u isti. Namjera je bila sprovesti to kroz mehanizme korporativnog upravljanja, budući da se zaštita sukoba interesa koja se nastojala spriječiti organizacijskim zahtjevima pokazala nedostatnom, dostupno na: <http://data.europa.eu/eli/reco/2009/384/oj> (2.9.2018.).

<sup>1355</sup> Smjernice (točka V.10.) definiraju naknadu kao zamjenu za stručne usluge koje pružaju identificirani zaposlenici UAIF-a, a sastoji se od svih oblika plaćanja i povlastica koje isplaćuje UAF, svih iznosa koje isplaćuje sam AIF, uključujući i udio u dobiti (engl. *carried interest*) i svih prijenosa dionica ili udjela AUF-a. Vidi više: Smjernice o politici nagrađivanja u skladu s AIFMD-om.

u koju su uključeni i viši rukovoditelji, preuzimatelji rizika, kontrolne funkcije, u odnosu koliko njihove profesionalne aktivnosti mogu utjecati na profil rizičnosti AIF-a kojim upravlja UAIF. Hrvatski pravni sustav u cijelosti je preuzeo AFMD, te je kroz ZAIF i podzakonske akte<sup>1356</sup> i šire razradio osnovna načela koja se odnose na politike nagrađivanja u AIF-ovima kroz Preporuke Europske komisije i Smjernice ESME. Na taj je način uspostavljen zakonodavni okvir unutar kojeg su UAIF-ovi dužni prilagoditi svoje prakse i politike nagrađivanja te zajedno uz primjenu praksi korporativnog upravljanja koje ih obvezuju na transparentnost, prevenirati preuzimanje prevelikog rizika.<sup>1357</sup> No, primjena politike primitaka proteže se, upravo zbog prepoznatoga prekomjernog preuzimanja rizika i u cilju njegove prevencije i na zaposlenike treće osobe, kojima je UAIF delegirao poslove upravljanja imovinom i/ili upravljanja rizicima.<sup>1358</sup>

O svim transakcijama i aktivnostima UAIF je dužan čuvati dokumentaciju kako bi mogao dokazati i omogućiti nadzor na poslovanjem UAIF-a, a posebno nad ispunjavanjem obveza prema ulagateljima i trenutačnim i potencijalnim.<sup>1359</sup>

U nastavku će se analizirati tri trajne funkcije UAIF-a: funkcija upravljanja rizicima (engl. risk management), funkcija usklađenosti (engl. compliance) i funkcija interne kontrole (engl. internal control).

---

<sup>1356</sup> Smjernice o primjeni načela razmjernosti u odnosu na politiku primitaka društva za upravljanje investicijskim fondovima i izuzeću za male primitke, Narodne novine, br. 140/5. i 12/12.

<sup>1357</sup> UAIF mora razmotriti kako naknade pridonose sprječavanju prekomjernog preuzimanja rizika, učinkovitosti UAIF-a i AIF-a kojim upravlja. Politike primitaka zasnivaju se na načelu proporcionalnosti i nenagrađivanju neuspjeha. Odjeljivanjem fiksnih i varijabilnih naknada identificiranom osoblju, nastojalo se izbjeći preveliko preuzimanje rizika, a posebno dodatnim uvjetima za isplatu varijabilnih naknada koje se prvo odgađaju do vremena obračuna, na kojem se i opet mogu dodatno korigirati ovisno o radnoj uspješnosti, pojedinca, radne jedinice, kao i kompletnog AIF-a, njegovih strategija i ciljeva. Uvođenjem dodatnih klauzula *malusa i clawbacka* nametnuti su i dodatni zaštitni elementi. Preporučuje se primjena mjera za prilagođavanje poslovne uspješnosti, ili primjenom *malusa*, mjerama koje omogućuju sprječavanje stjecanja cijelog ili dijela iznosa odgođene naknade, ili pak primjenom *clawbacka* – naknadnog povrata, tj. ugovornim sporazumom kojim zaposlenik pristaje UAIF-u vratiti iznos naknade u određenim okolnostima. Oba ta instrumenta oblik su naknadnog – *ex post*, prilagođavanja rizicima. Vidi više: Tomić, Lucia A., Žunić, Marko, Audić Vuletić, Suzana, op. cit., bilj. br. 1227., str. 323-344.

<sup>1358</sup> Članak 62. ZAIF-a. U UK-u, SYSC 19.1.B Handbook FCA prenosi odredbe o politici primitaka, primjenom ESMA smjernica o politici nagrađivanja te FCA donosi i poseban General Guidance on the AIFM Remuneration Code (SYSC19B), Financial Conduct Agency 2014, dostupno na: <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg14-02.pdf> (12.12.2020.). U Republici Sloveniji odredbe o politici primitaka nalazimo u članku 64., 65. i 66. ZUAIS-a. ZAIF predviđa za UAIF koji su po svojoj veličini opsegu i složenosti poslova značajni, obvezu osnovati odbor za primitke koji bi trebao imati najmanje dva člana, te koji mora biti uspostavljan na način koji omogućuje donošenje stručne i neovisne prosudbe o politici primitaka i njezinom utjecaju na upravljanje rizicima. Članak 63. ZAIF-a, u odredbama članka 66. ZUAIS-a u Republici Sloveniji nalazimo odredbe o „komisiji za primitke“ koja predstavlja Odbor NO i mora se konstituirati ovisno o veličini AIF-a, a ako nije osnovana onda njenu funkciju preuzima NO UAIF-a.

<sup>1359</sup> Članak 64. ZAIF-a.

#### 4.2.2.2.1. Funkcija upravljanja rizicima

Funkcija upravljanja rizicima (engl. risk management)<sup>1360</sup> uspostavlja se radi zaštite ulagatelja i minimalizacije sistemskog rizika kao jednog od osnovnih ciljeva iskazanih u AIFMD-u. Najčešće se funkcija upravljanja rizicima definira kao sredstvo za kontrolu i ograničavanje nastanka novčanoga gubitka. No njegova se funkcija ogleda i u optimiziranju poslovnih aktivnosti.<sup>1361</sup>

S pravne stane, risk management se može definirati kao trokut<sup>1362</sup> koji se sastoji od tri zahtjeva: prvi je organizacijski, za uspostavljanjem funkcije risk managera, koji je odvojen funkcionalno i hijerarhijski od operativnih jedinica koje će redovito izvještavati nadzorna tijela (upravu i NO)<sup>1363</sup> te surpervizora.<sup>1364</sup> Drugi je zahtjev primijena odgovarajućih procedura (engl. operational risk management).<sup>1365</sup> Treći je zahtjev mjerenje rizika (engl. technical risk management), gdje risk manager primjenjuje modele i tehnike vrednovanja najčešćih rizika. No, AIFMD ne određuje standarde ponašanja već to ostavlja nacionalnim regulatorima. S druge strane, doktrina predlaže da se kroz poslovnu praksu utvrde najbolje prakse koje bi se onda trebale i regulatorno primijeniti kao obveze postupanja, ali izbjegavajući načelo one size for all, već uzevši u obzir vrstu i veličinu fondova.<sup>1366</sup>

Uredba AIFM-a<sup>1367</sup> zahtijeva da UAIF ima trajnu funkciju risk managera čija je uloga pružiti pomoć u predviđanju razine rizika, koja u pogledu imovine i diverzifikacije portfelja mora biti unaprijed definirana, prije plasiranja proizvoda. UAIF je dužan poduzeti odgovarajuće mjere (upravljanje rizicima)<sup>1368</sup> kako bi izbjegao rizike. Ako je rizik nedosljedan s politikom društva

---

<sup>1360</sup> AIFMD je ulogu *risk managementa* pretvorio iz operativne funkcije u *core business* funkciju UAIF-a. Zetsche, Dirk A., Eckner, David, Risk Management, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 14., str. 323-390., str. 324.

<sup>1361</sup> Loc. cit.

<sup>1362</sup> Ibid., str. 329.

<sup>1363</sup> Članak 39. Uredbe AIFM-a.

<sup>1364</sup> Članak 42. Uredbe AIFM-a.

<sup>1365</sup> Članak 41. Uredbe AIFM-a.

<sup>1366</sup> Zetsche, Dirk A., Eckner, David, Risk Management, u: Zetsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 14., str. 324.

<sup>1366</sup> Ibid., str. 389.

<sup>1367</sup> Članak 39. Uredbe AIFM-a.

<sup>1368</sup> Proces upravljanja rizicima obuhvaća: identifikaciju ciljeva društva i ciljeva upravljanja rizicima - gdje društvo određuje profil rizičnosti društva (engl. *risk profile*) u skladu s predmetom poslovanja društva, strategiji i ciljevima. Tu se određuje apetit prema riziku (engl. *risk appetite*) koje je društvo voljno prihvatiti, tolerancija prema riziku (engl. *risk tolerance*) izvan kojih društvo nije spremno ići te spektar rizika (engl. *risk spectre*) svi

nužno ga je osigurati instrumentima osiguranja ili nastojati smanjiti rizik diverzifikacijom portfelja. Zadatak funkcije upravljanja rizicima nije da potpuno uklanjanje mogućnosti rizika, već odrediti vjerojatnost njegova nastanka, postavljanje granica do kojih se preuzima, alociranje alternativnih metoda koje mogu donijeti veću vjerojatnost prinosa te pronalaženje rješenja kojima će se rizik ili ublažiti ili izbjeći u cijelosti. Zadatak je funkcije rizika i poboljšati upravljanje UAIF-a što zahtijeva veliku organizacijsku strukturu. Veliko preuzimanje rizika može se spriječiti unaprijed uspostavljenim sustavima kontrole višeg menadžmenta i zaposlenika. Stoga, svrha dobrog upravljanja rizicima nije samo u ograničavanju preuzimanja prevelikog rizika, već i u dobro uspostavljenim tijelima unutarnje strukture koja mogu na vrijeme otkriti pojavu rizika te s pomoću unaprijed predviđenih procesa kontrolirati i upravljati njime.<sup>1369</sup> Sustavno praćenje rizika može uz eskalacijske procese koji se provode kroz brižljivo planiranu organizacijsku strukturu itekako pridonijeti prepoznavanju – prevenciji rizika te njegovu ublažavanju ili izbjegavanju. Naravno da je nemoguće predvidjeti sve rizike koji se mogu pojaviti, no trebalo bi stremiti predviđanju rizika koji su stvarno ostvarivi i kojima bi društvo moglo biti najviše pogođeno, te posljedično i najviše izgubiti.<sup>1370</sup>

ZAIF nalaže da se sustav upravljanja rizicima<sup>1371</sup> ustroji kako bi mogao prepoznati, upravljati i kontrolirati sve rizike koji su relevantni za investicijske strategije AIF-a, i kojima je ili bi mogao biti izložen UAIF i AIF-ovi kojima upravlja.<sup>1372</sup> UAIF je dužan usvojiti politike i interne procedure kojima će slijediti proces te ih trajno ažurirati. Važnost upravljanja rizicima ZAIF<sup>1373</sup> je iskazao, propisavši ih kao sastavni dio osnovne djelatnosti UAIF-a - upravljanje AIF-om te time i dodatno istaknuo važnost toga procesa.

#### 4.2.2.2.2. Funkcija usklađenosti

---

rizici s kojima se društvo može susresti pri ostvarivanju svojih ciljeva, kao i ograničenja rizika koji obuhvaćaju tržišne, kreditne, rizike likvidnosti, rizike druge ugovorne strane i operativne rizike. Grgić, Mladenka, Derenčinović Ruk, Morana, op. cit., bilj. br. 57., str. 103-230.

<sup>1369</sup> Autor ističe da to potiče zapošljavanju savjesnog osoblja te pomaže u definiranju fiducijarne pozornosti UAIF-a. Vidi više: Zetzsche, Dirk A., Eckner, David, op. cit., bilj. br. 98., str. 328.

<sup>1370</sup> Grgić, Mladenka, Derenčinović Ruk, Morana, op. cit., bilj. br. 57., str. 103-230.

<sup>1371</sup> Članak 58. ZAIF-a. Na isti je način preuzeta odredba u točkama Fund 3.7. – Risk Management u UK-u u FCA Handbook, dostupno na: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/FUND/3/?view=chapter> (12.12.2020.), u Njemačkoj u članku 29. KAGB-a, dostupno na: <https://www.anwalt.de/gesetze/kagb/29> (12.12.2020.), a u Republici Sloveniji u članku 70. ZUAIS-a.

<sup>1372</sup> UAIF je dužan uspostaviti proces procjene kreditne sposobnosti izdavatelja u koje namjerava ulagati ili ulaže. Članak 58. stavak 2. ZAIF-a određuje da se za procjenu kreditne sposobnosti UAF ne smije automatski ili isključivo oslanjati na rejtinge koje su dodijelile agencije za kreditni rejting.

<sup>1373</sup> Članak 11. stavak 3. točka 2. ZAIF-a.

Druga trajna funkcija UAIF-a je funkcija usklađenosti (engl. Compliance).<sup>1374</sup> Ona je predviđena Uredbom AIFM-a<sup>1375</sup> kao trajna, neovisna i učinkovita<sup>1376</sup> funkcija koja prati pravno uređenje te usklađenost UAIF-a s njom. Ona obuhvaća niz postupaka i mjera koje je dužno uspostaviti rukovodstvo UAIF-a, putem koje UAIF dokazuje da ispunjava sve regulatorne obveze. Provodi se kroz neovisnu organizacijsku jedinicu – ured za usklađenost (engl. compliance office), koja mora biti osnovana i organizirana kako bi pomogla rukovodstvu u nadziranju rizika eventualnih neusklađenosti.<sup>1377</sup> Stoga su glavni zadatci funkcije usklađenosti praćenje i provjera usklađenosti te izvještavanje uprave o tome.<sup>1378</sup> To će se u praksi provoditi na način preispitivanje poštuju li se zakoni i drugi propisi, interna pravila samog subjekta, etički kodeksi i sl. S druge strane, funkcija je usklađenosti zadužena i za izradu samih akata – politika,<sup>1379</sup> smjernica, procedura (engl. compliance framework), savjetovanje rukovodstva i zaposlenika, edukacija rukovodstva i zaposlenika, izvještavanje rukovodstva te kontrola i mjerenje usklađenosti.<sup>1380</sup>

---

<sup>1374</sup> *Compliance* – „uspostavlja se široko poimanje funkcije usklađenosti kao postupanje u skladu sa svim mogućim javno-pravnim propisima i propisima tržišta kapitala, a koje služi sistemskoj prevenciji kroz praćenje, savjetovanje, trening i nadzorne mjere.“ Derenčinović Ruk, Morana, op. cit., bilj. br. 713., str. 21. Vidi i: IOSCO Compliance Function at Market Intermediaries (Final Report 2006), str. 5., dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>.(17.3.2021.) Vidi i: Derenčinović Ruk, Morana, Usklađenost (Compliance) i sukob interesa na tržištu kapitala – Teorijski i praktični pregled s posebnim osvrtom na propise „fondovske industrije“, Pravo u gospodarstvu, br. 4(2015), str. 722-724.

<sup>1375</sup> Članak 61. Uredbe AIFM-a.

<sup>1376</sup> Derenčinović Ruk, Morana, op. cit., bilj. br. 713., str. 6.

<sup>1377</sup> Glavna je uloga usklađenosti sprječavanje nedopuštenog ponašanja na tržištu kapitala i osiguravanje etičnog postupanja: IOSCO Compliance Function at Market Intermediaries (Final Report 2006), str. 5-7., dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>.

<sup>1378</sup> Vidi više: Basel Committee on Banking Supervision, Implementation of the Compliance Principles A survey 2008., str. 3., dostupno na: <https://www.bis.org/publ/bcbs142.pdf> (11.4.2021.).

<sup>1379</sup> Uvidom u nekoliko politika o rješavanju sukoba interesa AIF-ova iz različitih država članica EU-a utvrđeno je da se njima opisuju procedure kako se treba ponašati u slučaju potencijalnog sukoba, odnosno potrebno ga je odmah ga prijaviti službeniku za usklađenost (engl. *compliance officer*), koji će nakon toga u suradnji uobičajeno s upravom procijeniti je li on značajan i ako jest, javno ga objaviti. Vidi: Lazard Asset Management, Principles for Managing Conflicts of Interest at Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, dostupno na: [https://www.lazardassetmanagement.com/docs/-m0-/101961/PrinciplesForManagingConflictsOfInterest\\_en.pdf](https://www.lazardassetmanagement.com/docs/-m0-/101961/PrinciplesForManagingConflictsOfInterest_en.pdf) (5.12.2020.); KJK Management S.A. Summary of Conflict of Interest Policy, dostupno na: <https://www.kjkmanagement.com/wp-content/uploads/2018/04/KJK-Management-summary-of-Conflict-of-interest-policy.pdf> (5.12.2020.); Algebris Investments S.a.r.l. – Conflicts of Interest Policy; dostupno na: [www.media.algebris.com](http://www.media.algebris.com) (5.12.2020.); Erste Asset Management – Pravilnik o poslovnom ponašanju i sprečavanju sukoba interesa, dostupno na: [www.cdn0.erstegroup.com](http://www.cdn0.erstegroup.com) (5.12.2020.).

<sup>1380</sup> Često se postavlja i pitanje može li funkcija *risk managementa* sadržavati i funkciju usklađenosti ili obrnuto. Direktiva EU 200/73/EZ naglašava ako funkciju upravljanja rizikom i funkciju praćenja usklađenosti obavlja ista osoba time se ne ugrožava nužno neovisno funkcioniranje pojedine funkcije. Zbog toga u nekim zakonodavstvima ova funkcija djeluje unutar *risk managementa*. Članak 15. preambule MIFID II.

U sklopu organizacijskih zahtjeva i ZAIF je transponirao obvezu UAIF-u da uspostavi funkcije usklađenosti<sup>1381</sup> u skladu s vrstom i opsegom poslovanja.<sup>1382</sup> Za svaku relevantnu osobu koja je uključena u aktivnosti koje mogu dovesti do sukoba interesa, ili koje imaju pristup povlaštenim informacijama, ili drugim povjerljivim informacijama u vezi s AIF-om, ili transakcijama AIF-a, UAIF je dužan uspostaviti i provoditi odgovarajuće mjere radi sprječavanja da te relevantne osobe zaključe osobnu transakciju, koja uključuje zloupotrebu ili nepropisno otkrivanje povlaštenih ili povjerljivih informacija. Obveza se odnosi i na relevantne osobe i na bilo koje osobe s kojom je relevantna osoba u rodbinskoj vezi ili s kojom je usko povezana, kao i osobe s kojom je relevantna osoba u takvom odnosu da ima izravan ili neizravan značajan interes u ishodu transakcije, a koji nije provizija ili naknada za izvršenje transakcije. Svrha je provedbe edukacije ureda za usklađenost, upoznati svaku relevantnu osobu s ograničenjima u pogledu osobnih transakcija, promptno obavještavanje o svakoj osobnoj transakciji relevantne osobe, te vođenje evidencije o osobnim transakcijama o kojima je UAIF obaviješten ili koje je UAIF utvrdio, predstavljaju mjere kojima se može osigurati prevencija takvih postupanja.

#### 4.2.2.2.3. Funkcija interne revizije

Funkcija interne revizije/kontrole Uredbom AIFM-a predviđena je kao trajna funkcija radi uspostavljanja, provedbe i održavanja plana revizije, utvrđivanja učinkovitosti sustava i mjera unutarnje kontrole, davanje preporuke te potvrđivanje usklađenosti s preporukama i izvještavanje.<sup>1383</sup> ZAIF nalaže UAIF-u obvezu ustroja zasebne neovisne funkciju interne revizije. Njezin je cilj neovisno i objektivno procijeniti primjerenost i učinkovitost uspostavljenih sustava i procesa UAIF-a, sustava unutarnjih kontrola i korporativnog upravljanja te davanje savjeta za unaprjeđenje poslovanja. Funkcija interne revizije redovito bi trebala propitivati rezultate funkcije upravljanja rizicima.

Zaključno, uspostavljanjem tri trajne funkcije UAIF-a, funkcije rizika, usklađenosti i interne kontrole zaokružen je organizacijski okvir putem kojeg bi se trebala osigurati transparentnost i neovisnost osoba koje obavljaju svoje zadatke te učinkovito prevenirati potencijalne sukobe interesa ili njima učinkovito upravljati. Poštovanjem tih regulatornih zahtjeva, provođenjem

---

<sup>1381</sup> Članak 56. ZAIF-a i članak 62. Uredbe AIFM-a. U Njemačkom u KAGB-u ne nalazimo eksplicitnu odredbu o funkciji usklađenosti, dostupno na: <https://www.anwalt.de/gesetze/kagb/27> (12.12.2020.). Takvu odredbu ne nalazimo niti u slovenskom ZAIS-u, a niti u Handbook FCA u UK-u.

<sup>1382</sup> Te se poziva na članak 61. Uredbe AIFM-a.

<sup>1383</sup> Članak 62. Uredbe AIFM-a.



politika i mjera, trebali bi se svesti mogući sukobi interesa između ulagatelja i UAIF-a koji upravlja AIF-om na najmanju moguću mjeru.

#### 4.2.3. Razotkrivanje sukoba interesa

U svrhu praćenja sukoba interesa UAIF je dužan svakodnevno voditi evidenciju, a najmanje jednom godišnje izvijestiti rukovodstvo u pisanom obliku o vrstama aktivnosti koje je poduzeo u slučaju konkretnih ili potencijalnih sukoba interesa kod kojih je došlo ili moglo doći do značajnog rizika nastanka štete za ulagatelje ili AIF.<sup>1384</sup> Kada takve organizacijske mjere nisu dostatne za učinkovito sprječavanje sukoba interesa, Uredba AIFM uvodi potrebu obavještanja višeg rukovodstva ili drugoga nadležnog tijela unutar UAIF-a, kako bi osigurala postupanja UAIF-a u najboljem interesu AIF-a ili ulagatelja u AIF.<sup>1385</sup>

Nadalje, u skladu sa zahtjevom iz AIFMD-a,<sup>1386</sup> ako UAIF procijeni da organizacijske mjere koje je poduzeo nisu dostatne, kako bi, uz prihvatljiv stupanj pouzdanosti, osigurao da će rizici od štete za interese ulagatelja biti spriječeni, on treba na jasan način razotkriti ulagateljima opću prirodu izvora sukoba interesa, prije nego što počne poslovati u njihovo ime te u tu svrhu izraditi odgovarajuće politike i postupke. AIFMD predviđa da će UAIF razotkriti ulagateljima opću prirodu izvora sukoba interesa na način da dostavi ulagateljima informacije ili na trajnom mediju ili na mrežnoj stranici UAIF-a, tijekom ulaganja za koje ulagatelj opravdano ima potrebu da ih pregleda.<sup>1387</sup> To znači da je UAIF dužan u konkretnoj situaciji kada je neizbježan nastanak sukoba interesa, takvu informaciju transparentno obznaniti.<sup>1388</sup>

Iz prethodno analiziranog pravnog okvira razvidno je da se on primjenjuje na „jednu stranicu“ trokuta (UAIF i ulagatelj) te se može zaključiti da treba težiti prevenciji sukoba interesa, jasno raspisujući u dokumentima fonda sve potencijalne sukobe koji se mogu pojaviti, no kada se utvrdi da sukob interesa postoji, nužno ga je razotkriti i onda ga sustavno pratiti.<sup>1389</sup> To se

---

<sup>1384</sup> Članak 35. Uredbe AIFM-a.

<sup>1385</sup> Članak 34. Uredbe AIFM-a.

<sup>1386</sup> Članak 14. stavak 1. i 2. AIFMD-a.

<sup>1387</sup> Članak 36. Uredbe AIFM-a.

<sup>1388</sup> Članak 54. ZAIF-a, u UK-u, SYSC 19.1.B Handbook FCA unosi odredbe o sukobu interesa, u odjeljku identificiranje i upravljanje sukobom interesa Financial Conduct Agency 2015., dostupno na: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/8/3.html> (14.11.2023.). U Republici Sloveniji odredbe o sukobu interesa nalazimo u članku 67. i 68. ZUAIS-a u kojima je umetnuta odredba iz AIFMD-a.

<sup>1389</sup> U Izvješću Komisije Europskom parlamentu i Vijeću o ocjeni primjene i područja primjene AIFMD-a se ističe da ulagatelji AIF-a posebno cijene zahtjev za otkrivanje sukoba interesa, jer ga smatraju najvećim problemom. Objavama sukoba interesa UAIF zapravo ispunjava i svoju fiducijarnu dužnost – dužnost lojalnosti i time se kloni od „prijevrnog ponašanja“. U izvješću se naglašava da je AIFMD povećao transparentnost proizvoda i usluga koji se nude, međutim, nije utvrđeno koji bi elementi zahtjeva za objavljivanje informacija mogli biti suvišni, s obzirom

postiže na način da se prati transakcija od početka do kraja i to kroz organizacijsku strukturu uvođenjem tri trajne i neovisne funkcije – rizika, usklađenosti i interne kontrole kojima se kao jednim od zaštitnih mjera nastoje prevenirati eventualni sukobi interesa ex ante.<sup>1390</sup> To se postiže pravodobnim objavljivanjem eventualnih potencijalnih sukoba interesa ili kada oni već nastanu, ali svakako prije zaključenja transakcije. I dalje je zahtjev za transparentnošću i pomno uređenom organizacijskom strukturom najbolji saveznik u sprječavanju sukoba interesa.

#### 4.3. Sukob interesa između upravitelja alternativnog investicijskog fonda i portfeljnog društva

U prethodnim poglavljima analiziran je pravni okvir koji se odnosi na „jednu stranu trokuta“ – odnos između ulagatelja u AIF te AIF-a i UAIF-a. No da bi smo dobili cijelu sliku suživota UAIF-a i portfeljnog društva tijekom ulaganja, nužno je analizirati i potencijalne najčešće sukobe interesa u odnosu UAIF-a / članova uprave UAIF-a i portfeljnog društva, i to u dva pravca: kada osobe djeluju kao članovi uprave oba društva te kada UAIF putem članova uprave odlučuje o odlukama portfeljnog društva u svojstvu dioničara / udioničara.

VC/PE uobičajeno uvjetuju da nakon što steknu udio u portfeljnom društvu članovi uprave UAIF-a budu zastupljeni u upravi ili NO-u portfeljnog društva kako bi mogli kontrolirati ulaganja. Takvo dvostruko obnašanje dužnosti članova upravljačkih tijela UAIF-a, kao nekoga tko mora postupati isključivo u najboljem interesu ulagatelja, te s druge strane obveza da mora postupati u interesu portfeljnog društva kao član uprave portfeljnog društva, zahtijeva pojedinačni pristup i promišljanje za svaku od strana neovisno. Stoga, iako se smatra, kako je već ranije istaknuto, da su interesi ulagatelja istoznačni / ili barem većim dijelom usmjereni k istom cilju, to nužno ne mora biti tako. Takav spoj dužnosti nije zabranjen, no dovodi osobu koja obnaša takvu dužnost u položaj koji predstavlja sukob interesa.<sup>1391</sup>

---

na to da neki profesionalni ulagatelji traže i dodatne informacije uz one propisane AIFMD-om. Vidi više: Izvješće Komisije Europskom parlamentu i Vijeću o ocjeni primjene i područja primjene Direktive AIFMD-a, str. 7., Bruxelles, 10.6.2020.; COM (2020) 232 final, dostupno na: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9056-2020-INIT/hr/pdf> (26.12.2020.).

<sup>1390</sup> Prema Derenčinović Ruk, proces nadzora mogao bi se poboljšati uvođenjem, tzv. *conflict clearance* funkcije u UAIF kao standarda, u cilju jasnog utvrđenja postojanja sukoba interesa te stalnim educiranjem zaposlenika o mogućim potencijalnim sukobima interesa i kako ih prevenirati. Ako se sukob interesa ne može spriječiti, obveza je i obavijestiti upravu društva. Stoga se smatra da bi se ovom funkcijom putem hijerarhijske stupnjevitosti iskristalizirali „najjači sukobi interesa“, dok bi oni slabiji bili u međuvremenu i riješeni. No, kako su u RH ulaganja fondova još relativno mala - ustrojavanje takve funkcije im je još preskupo. Vidi više: Derenčinović Ruk, Morana, op. cit., bilj. br. 713., str. 1674.

<sup>1391</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.7. Odnos upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva u slučaju stjecanja kontrolnih prava, str. 190. i dalje.

UAIF je na temelju specifičnoga povjereničkog položaja, dužan postupati isključivo u najboljem interesu ulagatelja i AIF-a kojim upravlja te se pritom pridržavati fiducijarnih dužnosti, odnosno načela savjesnosti i poštenja. S druge strane, dužnost je članova uprave portfeljnog društva, zastupati interese društva, njegovih članova, ali i svih dionika društva. Kako je već ranije istaknuto,<sup>1392</sup> i odgovornost članova uprava ovih dvaju društava - UAIF-a i portfeljnog društva je različita. Dok se stupanj odgovornosti člana uprave UAIF-a procjenjuje stupanjem pažnje dobrog stručnjaka, dakle višim stupnjem, ponašanje člana uprave portfeljnog društva pri donošenju odluka cijelit će se upotrebom pažnje dobrog gospodarstvenika, dakle nižim stupnjem pažnje.

U praksi je najčešće sukob interesa povezan sa situacijama kada član uprave UAIF-a, koji je ujedno i član uprave portfeljnog društva, pri donošenju neke strateške odluke portfeljnog društva, smatra da donošenje takve odluke nije povoljno za ulagatelje u AIF i sam AIF. S druge strane, kada odlučuje kao član uprave portfeljnog društva, tada smatra da bi prihvaćanje takve odluke bilo od velikog interesa za samo portfeljno društvo. Koji će interes tada prevagnuti? Ako je član uprave portfeljnog društva i član uprave UAIF-a, to ga obvezuje da donese odluku u korist AIF-a, no s druge strane on je i osoba koja je dužna kao član uprave portfeljnog društva braniti i zastupati interes portfeljnog društva te donijeti odluku u ime portfeljnog društva. Kada govorimo o portfeljnom društvu ustrojenom u obliku d.o.o., tada člana uprave d.o.o. pri odlučivanju veže i obvezujuća uputa članova društva – volja članova portfeljnog društva te je on relativno nesamostalan u donošenju odluke. No, kada je portfeljno društvo ustrojeno u obliku d.d.-a, tada član uprave mora donijeti odluku u interesu portfeljnog društva i njegovih dionika. Član uprave portfeljnog društva (koji je ujedno član uprave UAIF-a) može zatražiti uvrštenje te odluke na skupštinu portfeljnog društva, čija je odluka za njega obvezujuća. No, to i opet ne znači da je takvo postupanje etično. Jer u toj situaciji, i dalje će odluka po kojoj će postupiti biti u najboljem interesu portfeljnog društva, ali postavlja se pitanje hoće li biti i u najboljem interesu ulagatelja u AIF i sam AIF? Kada govorimo o AIF-ovima s privatnom ponudom, gdje su i ulagatelji takvih AIF-ova uobičajeno UAIF-ovi kao većinski ulagatelji, tada je zakonodavac, vodeći se načelom proporcionalnosti uvrstio i u izmjenama ZAIF-a iz 2021. godine odredbu, da iznimno, član uprave srednjeg i velikog UAIF-a može biti član uprave (portfeljnog) društva koji će zajedno s AIF-om s privatnom ponudom biti suulagatelj u imovinu u koju AIF ulaže, pod uvjetom da nije riječ o drugom reguliranom subjektu iz članka 43. ZAIF-

---

<sup>1392</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.4.1. Razlikovnost dužne pozornosti uprave upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva, str. 191. i dalje.

a.<sup>1393</sup> Razumljiva je želja člana društva (AIF-a/UAIF-a) da nadzire svoje ulaganje. No, kada se član uprave UAIF-a i član uprave portfeljnog društva sjedine u jednoj osobi sukob interesa je vrlo izvjestan. Zakonodavac je raspisao kriterije koje mora zadovoljiti osoba koja se imenuje za člana uprave te stručnošću i primjerenošću članova uprave (UAIF-a) smatra da je riješio problem sukoba interesa, kao i kada je iznimku uvrstio samo za UAIF – srednji i veliki, s obzirom na to da oni podliježu strožem nadzoru regulatora. No, i dalje ostaju nepomirljive razlike u obvezama i u odgovornostima ovih dviju članova uprave.

Nadalje, nedoumicu izaziva i odredba članka 30. Uredbe AIFM-a<sup>1394</sup> u kojoj se ističe zahtjev za neovisnim obavljanjem aktivnosti relevantnih osoba koje se bave poslovnim aktivnostima koje uključuju rizik sukoba interesa. Nadalje, u Uredbi AIFM-a se ističe da je vrlo važno utvrditi je li UAIF, relevantna osoba ili osoba koja je povezana s UAIF-om u odnosu kontrole, a što znači da će vjerojatno ostvariti financijski dobitak ili gubitak na štetu AIF-a ili njegovih ulagatelja. Dakle, ukoliko član portfeljnog društva dolazi iz redova uprave UAIF-a, tada je vrlo vjerojatno da će neka odluka portfeljnog društva, ostvariti dobitak za portfeljno društvo, a za UAIF/AIF i posredno ulagatelje gubitak ili obrnuto. Već u odnosu na tu odredbu i činjenicu autorica smatra da je neutemeljena iznimka ZAIF-a koja je predviđena za AIF-ove privatnom ponudom da član uprave UAIF-a može obavljati i funkciju člana uprave portfeljnog društva.

Zašto je naš zakonodavac izmjenama ZAIF-a išao u drugom smjeru od smjernica koje je preporučila fondovska industrija? Razlog je možda u odredbi 28. Pravilnika o vrstama AIF-a koji određuje da kada UAIF za račun AIF-a s privatnom ponudom u svrhu ostvarivanja investicijske strategije koristi subjekte posebne namjene (SPV), dužan je osigurati kontrolni utjecaj<sup>1395</sup> nad SPV-om<sup>1396</sup> te da je svako ulaganje koje UAIF provede preko SPV-a u skladu s investicijskom strategijom, ciljevima i ograničenjima ulaganja AIF-a, kada je primjenjivo i odlukom o ulaganju.<sup>1397</sup> Ako UAIF nije u stanju u jednom trenutku transakcije osigurati kontrolni utjecaj u društvu putem članskih prava, to može ostvariti putem kontrolnih prava u vidu imenovanja osobe koja je član uprave UAIF-a za člana uprave portfeljnog društva. Time bi UAIF ispunio svoju regulatornu obvezu propisanu ZAIF-om, no mišljenje je autorice da bi

---

<sup>1393</sup> Članak 42. stavak 1. točka 9. ZAIF-a.

<sup>1394</sup> Vidi više str. 248.

<sup>1395</sup> Kontrolnim utjecajem smatra se odnos kontrole kako je definiran ZAIF-om (članak 28. stavak 5. Pravilnika o vrstama AIF-ova). Članak 4. stavak 1. točka 25 b ZAIF-a: “odnosom kontrole koji označava odnos između matičnog i ovisnog društva ili sličan odnos između bilo koje fizičke ili pravne osobe i nekog društva”.

<sup>1396</sup> Članak 28. stavak 3. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

<sup>1397</sup> Članak 28. stavak 4. Pravilnika o vrstama AIF-ova.

to bilo u suprotnosti s Uredbom AIFM-a, što i dalje ne znači da bi time bio riješen problem sukoba interesa.

S obzirom na to da su u praksi prepoznati opisani sukobi interesa, IOSCO u Smjernicama o sukobu interesa<sup>1398</sup> naglašava da je primarna obveza člana uprave portfeljnog društva - dužnost prema portfeljnom društvu. Stoga se ističe potreba osvještavanja članove uprave portfeljnog društva koji su došli iz redova UAIF-a o njihovim pravima i obvezama, da budu svjesni svojih zakonskih ograničenja i odgovornosti. Preporuka je tada, da VC/PE u upravu ili NO<sup>1399</sup> portfeljnog društva imenuje osobu koja nije povezana s UAIF/AIF, a kako bi članovi uprave portfeljnog društva mogli obavljati svoju dužnost u skladu s najboljim interesom društva.

Sukob interesa prepoznat je kao važno pitanje korporativnog upravljanja te je i ICC izradio Smjernice o sukobima interesa u trgovačkim društvima,<sup>1400</sup> kojima naglašava da neriješeni izravni ili neizravni sukobi interesa nisu prihvatljivi za trgovačka društva te se često poistovjećuju s koruptivnim radnjama. On nije nezakonit per se, no može dovesti do koruptivnih radnji, što znači ako se njime ne upravlja prikladno, portfeljno društvo može postati subjekt istrage ili optužbe uz potencijalno ozbiljne pravne, financijske i reputacijske posljedice. S druge strane, kada društvo radi na preveniranju sukoba interesa ono će biti prepoznato kao društvo s nultom tolerancijom na korupciju, prijevaru ili bilo koje drugo nezakonito ponašanje.<sup>1401</sup>

Zbog svega navedenog, mišljenje je autorica da bi zbog nespojivosti takve funkcije člana uprave UAIF-a koji zastupa ulagatelje AIF-a isključivo u najboljem interesu ulagatelja i AIF-a i to s pažnjom dobrog stručnjaka, a koji bi istodobno bio član uprave portfeljnog društva, čija je dužnost zastupati interese portfeljnog društva i to s pažnjom dobrog gospodarstvenika – de

---

<sup>1398</sup> Vidi bilj. 559., str. 18.

<sup>1399</sup> Neovisnost članova NO društava u državama članicama EU-a smatra se ključnim u preveniranju sukoba interesa. Vidi više: Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, Neovisnost i nagrađivanje članova nadzornih odbora i neizvršnih direktora, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 48, br. 1(2011), str. 33-56.

<sup>1400</sup> Smjernice definiraju da sukob interesa postoji kada se privatni interesi pojedinca ili interesi bližih srodnika, prijatelja ili poslovnih kontakata razlikuju od organizacije kojoj pojedinac pripada. Takve bi se situacije trebale obznaniti i kada je god moguće izbjeći, budući da taj sukob može utjecati na prosudbu pojedinca u obnašanju njegovih dužnosti i odgovornosti. Sukob interesa definira se i kao poseban oblik korupcije gdje pojedinac ostvaruje nepripadnu imovinsku korist kroz obavljanje svoje upravljačke funkcije. ICC - Smjernice o sukobu interesa.

<sup>1401</sup> ICC – Smjernice o sukobu interesa, str. 3. Stoga je vrlo važno da društvo izradi politike o sprječavanju sukoba interesa te ih dalje razradi procedurama i kodeksima koji imaju edukativnu svrhu te pospješuju s jedne strane odvratanje od nezakonitoga postupanja, dok s druge promiču etičnu poslovnu kulturu.

lege ferenda kroz ZAIF trebalo onemogućiti da te dvije funkcije obavlja ista osoba, radi sprječavanja sukoba interesa. Tu bi funkciju trebala obavljati neovisna osoba kako bi mogla nepristrano braniti interese portfeljnog društva i samih članova društva, a UAIF bi putem alata korporativnog upravljanja mogao ostvariti svoju zadaću, tj. zastupati ulagatelje AIF-a isključivo u najboljem interesu ulagatelja i AIF-a.

Drukčija je situacija kada član uprave UAIF-a, kao zakonski zastupnik UAIF-a u svojstvu dioničara portfeljnog društva glasuje na skupštini portfeljnog društva. Tada će član uprave UAIF-a, u svojstvu dioničara glasovati u skladu s interesima UAIF-a i kao što je ranije autorica istaknula, smatra da mu pitanje lojalnosti ne bi smjelo biti postavljeno.<sup>1402</sup> Takav se zaključak izvodi i iz Uredbe AIFM-a gdje se u poglavlju o sukobu interesa nalazi i odredba o strategijama za ostvarivanje prava glasa. Odredbom se naglašava da UAIF razvija odgovarajuće i učinkovite strategije za odlučivanje kada i kako se ostvaruje bilo koje pravo glasa u portfelju AIF-a kojim upravlja isključivo u korist dotičnog AIF-a i njegovih ulagatelja.<sup>1403</sup> UAIF je dužan u strategijama utvrditi mjere i postupke za praćenje relevantnih događaja vezanih uz izdavatelje, tj. portfeljna društva, osigurati da je ostvarivanje prava glasa u skladu s investicijskom politikom i ciljevima AIF-a te spriječiti ili upravljati svim sukobima interesa koji proizlaze iz ostvarivanja prava glasa.<sup>1404</sup> UAIF je dužan ulagateljima na njihov zahtjev dostaviti sažeti opis strategija i pojedinosti o poduzetim mjerama. Ovom je odredbom regulator jasno odredio dužnost UAIF-a, kada se pojavljuje u portfeljnom društvu izdavatelja kao dioničar (budući da Uredba AIFM-a stipulira samo praćenje događaja vezanih uz izdavatelje) gdje jasno iskazuje primat pri donošenju odluke UAIF-a isključivo u interesu ulagatelja i AIF-a kojim upravlja u skladu s investicijskim politikama i ciljevima.

Takav stav je dodatno pojačan i naglašen u Direktivi o dugoročnom poticanju sudjelovanja dioničara kroz zahtjeve transparentnosti uvođenjem obveze izrade politike sudjelovanja.<sup>1405</sup> Prema njoj je UAIF dužan razviti i javno objaviti kako prati trgovačka društva u koje ulaže u pogledu relevantnih pitanja, uključujući i način na koji će izvršavati pravo glasa te kako upravlja sa stvarnim i mogućim sukobima interesa. No, UAIF-u je to pravo u određenim slučajevima ograničeno intervencijom AIFMD-a načelom zabrane raspodjele imovine u

---

<sup>1402</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.4.1. Razlikovnosti dužne pozornosti uprave upravitelja alternativnog investicijskog fonda i uprave portfeljnog društva, str. 191. i dalje.

<sup>1403</sup> Članak 37. stavak 1. Uredbe AIFM-a.

<sup>1404</sup> Članak 37. stavak 2. Uredbe AIFM-a.

<sup>1405</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.7.3.1.1. Transparentnost politike sudjelovanja, str. 225. i dalje.

određenim uvrštenim i neuvrštenim društvima za vrijeme od 24 mjeseca nakon stjecanja kontrole UAIF-a, radi sprječavanja špekulantske trgovine i integriranja društvene odgovornosti.<sup>1406</sup> Ovo je ograničenje i jedina iznimku, kada UAIF (odnosno njegov zakonski zastupnik) opravdano, na temelju zahtjeva regulatora, kao dioničar stavlja u drugi plan interese ulagatelja i AIF-a naspram interesa portfeljnog društva. No, kako smo istaknuli i ranije, to vrijedi samo za portfeljna društva koja su društva izdavatelji, dok ciljna društva PE i VC kapitala i dalje ostaju od toga izuzeta. No, autorica smatra da se iznimka od načela lojalnosti primjenjuje i na tako ustrojena AIF društva, zbog prirode njihova odnosa. Kako ćemo analizirati u sljedećim izlaganjima, regulator je takvu iznimku ublažio, naloživši UAIF-ovima donošenje odluke o odgovornom ulaganju.

Autorica smatra da i dalje nužno raditi na razvoju i usavršavanju dobrih praksi koje iznjedri sama fondovska industrija, time namećući standarde ponašanja kojima se dodatno pridonosi zaštiti ulagatelja, ali i jačanju povjerenja u samo tržište kapitala te de lege ferenda i standarde koje zakonodavac treba uvrstiti u zakonodavni okvir i time nametnuti viši standard fiducijarne dužnosti za UAIF. Takvim se pristupom postupanje upravljačkih tijela nastoji učiniti etičnim i u skladu s potrebama suvremenoga doba. To osobito vidimo u nastojanjima da se kroz novi regulatorni okvir upraviteljima AIF-a, ali i članovima uprava portfeljnih društava nameće obveza, uz postojeće, donošenje odgovornih odluka o ulaganju koje će počivati na načelima društveno odgovornog ponašanja uvažavajući socijalne aspekte i aspekte utjecaja na okoliš pri istraživanju, analiziranju ili selektiranju ulaganja. Stoga će se u sljedećem poglavlju analizirati taj međuodnos ulagatelja / AIF-a / UAIF-a i portfeljnog društva, iz kuta svakoga od njih, kako je došlo do zbližavanja ta dva pola, što upućuje na važnost njihove sinergije na tom putu ka zajedničkom cilju te što je još potrebno učiniti da bi on bio učinkovitiji.

#### 4.4. Koncept društveno odgovornog / održivog ulaganja i njegova uloga u razrješavanju sukoba interesa

Danas se govori o rastućem značaju metajuridičkih kategorija koje dodatno, izvanpravno, oblikuju pravne standarde ponašanja poput „fiducijarnih obveza“ kao srca povjereničkog odnosa. To u modernim uvjetima znači postupanje s pažnjom dobrog stručnjaka prema ulagateljima s jedne strane i pažnjom dobrog gospodarstvenika s druge. Ponašanje UAIF-a, u skladu sa zakonodavnim okvirima, isključivo u korist ulagatelja i AIF-a u koji ulaže, nasuprot ponašanja člana uprave portfeljnog društva u korist portfeljnog društva, ali i svih dionika

---

<sup>1406</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.7.2.2. Zabrana raspodjele imovine – *asset stripping*, str. 220. i dalje.

procesa koji su u tom odnosu s portfeljnim društvom, uz suvremenu promjenu korporativne paradigme, jača s jedne strane odgovornost UAIF-a, ali i članova uprave društva. No, s druge ih posredno stavlja u odnos koherencije, u kojem mogu opstati i ostvariti zajednički cilj samo ako primjenjuju suvremena načela društveno odgovornog ponašanja koje odlikuje donošenje i provođenje odluke o odgovornom ulaganju na zadovoljstvo svih dionika investicijskog procesa – ulagatelja AIF-a, UAIF-a, portfeljnog društva, zaposlenika te svih ostalih dionika.

Odnos između ulagatelja i UAIF-a počiva na posebnom povjereničkom odnosu, iz kojeg posljedično proizlaze i prava i obveze UAIF-a prema ulagateljima. Definiran je pravnim okvirom kroz načela, standarde ponašanja – koji se razvijaju kako se razvija poslovna praksa ali i prilike u društvu. S obzirom na to da je povjerenički odnos podložan razvoju i same etike u poslovanju, ali i neizbježno kao posljedica širih društvenih prilika, zakonodavac je uvidio da dosadašnji zakonodavni okvir zaostaje za prilikama u društvu i svijesti samih građana. Naime, klimatske promjene, epidemije i razne vremenske nepogode za koje se smatra da su posljedica čovjekove nebrige prema okolišu u kojem živimo, nameću nove standarde za koje šira društvena zajednica smatra da su ih poduzetnici dužni poštovati u svom svakodnevnom radu i stvaranju.

Na tim se osnovama razvijao i koncept Corporate Social Responsibility (CSR) – društvena odgovornost (korporacije), kao nešto o čemu se već dugo raspravlja u cilju osvještavanja društvene odgovornosti u financijskom sektoru. Glavna je premisa koncepta da trgovačka društva integriraju socijalna i okolišna pitanja u svoje poslovne aktivnosti i interakciju s dionicima, ali na dobrovoljnoj bazi, samoinicijativno pridonose poboljšanju u odnosu na ljudske potencijale, okoliš i sve dionike procesa i to kroz svakodnevne procese. AIFMD<sup>1407</sup> stremi regulaciji, tzv. shareholder governance, a što je osobito izraženo kroz široku definiciju sistemskog rizika, zabranu raspodjele imovine (engl. asset stripping) te zahtjevom za donošenjem odluka o odgovornom ulaganju naznačenog kroz pravo tržišta kapitala. Prvi je put takav zahtjev uveden i u pravo društava, putem Direktive o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara.<sup>1408</sup>

---

<sup>1407</sup> S jedne strane AIFMD stremi zaštiti tržišnog integriteta i stabilnosti financijskog sistema – *market governance*, a s druge zakonodavstvo bi trebalo štiti ulagatelje. U fondovskom dijelu, naglasak se stavlja na zaštitu ulagatelja, a to se postiže osiguravanjem stabilnosti financijskih posrednika te ograničavanju ili pak smanjenju transakcijskih troškova, internom organizacijskom strukturom fondova - *fund governance*. Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., str. 103-107. Vidi i: Zetzsche, Dirk A., *Investment Law as Financial Law: From Fund Governance over Market Governance to Stakeholder Governance?*, str. 345., *Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht*, dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2344340](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2344340) (11.11.2020.).

<sup>1408</sup> Ibid., str. 352.



Često se ističe da je AIFMD donesen pod političkim utjecajem i brigom za zajednicu, osobito izraženom nakon financijske krize.<sup>1409</sup> Stoga, kako bi investicijski fondovi iskazali brigu prema zajednici, dužni su se prema krajnjim korisnicima svojih usluga odnositi društveno odgovorno. Kako bi ispunili očekivanja, u cijelosti se moraju pridržavati u poslovanju etičkih načela i poslovnog morala.<sup>1410</sup> Istraživanja su dokazala da se profitabilnost i etika međusobno ne isključuju, nego baš suprotno. „Uspješne će biti upravo one organizacije koje ne odvajaju etičnost od profitabilnosti već ih uspješno usklađuju u svom poslovanju.“<sup>1411</sup> Uspjeh i status na tržištu više se ne mjeri samo financijskim pokazateljima, već ključna postaje „osobnost“. Društva su primorana pokazati ulagateljima, klijentima i ostalim dionicima da postupaju moralno te da osim dobiti imaju i neku „vrijednu društvenu misiju“,<sup>1412</sup> da primjenjuju poslovnu etiku, odnosno da primjenjuju etičke vrijednosti na poslovnu praksu u svim etapama poslovnog procesa, od donošenja odluka do ponašanja prema krajnjim korisnicima njihovih usluga.<sup>1413</sup> Maksimizacija dobiti ključna je za uspjeh, no samo ako se posluje etično, jer u „suprotnom to dovodi do rušenja reputacije, a onda i posljedično smanjenja dobiti“. <sup>1414</sup> Društva koja će uspjeti uskladiti i dovesti u ravnotežu ostvarivanje dobiti i etičnost uz brigu o okolišu, zaštititi radnika i dobrom korporativnom upravljanju bit će ona koja će prosperirati i u konačnici imati uvećan

---

<sup>1409</sup> Zetzsche, Dirk A., Preiner C.D, CRS and the AIFMD, u: Zetzsche, D. A. (ed.), op. cit., bilj. br. 98., pogl. 3., str. 137.

<sup>1410</sup> Poslovna etika se sastoji od morala i etičnosti. Moral je skup pravila određenog društva i načina međusobnih odnosa, dok je etika teorijsko promišljanje tog odnosa. Vidi više: Sanchez, Carol M., Value Shift: Why companies must merge social and financial imperatives to achieve superior performance, (2003). Peer Reviewed Articles. 25. [https://scholarworks.gvsu.edu/mgt\\_articles/25](https://scholarworks.gvsu.edu/mgt_articles/25) (15.6.2020.); Bebek, B., Kolumbić A., Poslovna etika, Zagreb Sinergija, 2003. Poslovna etika definira se i kao primjena etičkih vrijednosti na poslovnu praksu. Smatra se da ona spaja dvije strane, s jedne strane poslovanje ima za cilj materijalnu uspješnost, dok s druge poslovanje uključuje i etičku, odnosno materijalnu dimenziju. Smatra se da je etička odluka ona koja će donijeti dobro i trgovačkom društvu, njegovim zaposlenicima, dionicima i društvu u cjelini. S jedne strane stoji etika odgovornosti, koja nastoji razvijati odgovornost za društvo u cjelini, dok joj je s druge suprotstavljena etika isključivog uspjeha, koja se ogleda u tome da je dobro ono što donosi dobit - moć. Vidi više: Dujanić, Marčelo, Poslovna etika u funkciji managementa, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, vol. 21, br. 1(2013), str. 53-63., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=152321](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=152321) (28.12.2018).

<sup>1411</sup> Aleksić, Ana, Poslovna etika-element uspješnog poslovanja, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, vol. 5, (2007), str. 419-429., <http://hrcak.srce.hr/26144> (11.10.2019.).

<sup>1412</sup> Ibid., str. 420.

<sup>1413</sup> Četiri su kriterija kako donijeti etičnu odluku: 1. *utilistički kriterij* – odluke se donose isključivo na temelju njihovih ishoda ili posljedica, a moralna je ona odluka koja donosi najveće dobro najvećem broju ljudi, 2. *individualistički kriterij* – djelovanje je moralno kada promiče dugoročno najbolje interese za pojedinca, 3. *kriterij prava* – etički ispravna odluka će biti ona koja poštuje ljudska prava (na samoodređenje, slobodu, vlasništvo i život) te 4. *kriterij pravde* – etičke odluke donose se na temelju tri načela: jednakosti, pravednosti i nepristranosti. Vidi više: Daft, Richard L., The New Era of management, International Edition, Mason, Ohio, South-Western/Cengage Learning, 2011.

<sup>1414</sup> Krkač, Kristijan, Volarević, Hrvoje, Josipović, Martina, Načela poslovne etike i korporacijske društvene odgovornosti u području računovodstva, revizije, financija i bankarstva, Obnovljeni život, vol. 66, br. 2(2011), str. 187-199., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/67989> (16.5.2020.).

rast i razvoj te ostvariti dobit.<sup>1415</sup> Taj društveno odgovorni pristup mijenja, i tzv. paradigmu korporativnog upravljanja koja je do sada valorizirala isključivi cilj dioničara - dobit te je zastupala shareholder primacy, koji se sada zamjenjuje s company centric view.<sup>1416</sup> Govorimo o najnovijim trendovima koji nastaju u kolijevci kapitalizma. Stoga će se u nastavku rada prikazati u čemu se sastoji promjena paradigme (za koju se kaže da je dovela do zaokreta u korporativnom upravljanju),<sup>1417</sup> na kojim se osnovama zasniva nova paradigma te odgovora li ona uvjetima suvremenog poslovanja. Iz takvoga poimanja poslovanja i trgovačkog društva slijedi i razvoj održivog društva (engl. sustainable company), s poslovanjem utemeljenim na svrsishodnosti (engl. purposable business) i odgovornom ulaganju (engl. responsible investment). Analizirat će se i čimbenici koji čine društveno odgovorno ponašanje i/ili upravljanje te razvoj soft law alata koji su tome pridonijeli.

#### 4.4.1. Promjena paradigme korporativnog upravljanja

Glavni je cilj klasične paradigme shareholder primacy pri upravljanju voditi računa o interesima dioničara te kao isključivu svrhu trgovačkog društva (engl. businessa) vidi u povećanju dobiti.<sup>1418</sup> Vrijednost za dioničare s jedne se strane iskazuje u dividendi, a s druge u vrijednosti dionica na tržištu i tržišnoj kapitalizaciji društva.<sup>1419</sup> To je ujedno i zadatak uprave društva – povećati tržišnu vrijednost društva i ostvariti dobit. Društvena je odgovornost trgovačkih društava i u tome da ono iskoristi sve dostupne resurse i aktivnosti usmjerene na povećanje dobiti, na slobodnom tržištu bez obmana i prijevara.<sup>1420</sup> Međutim, u recentnoj se američkoj literaturi raspravlja da takvo stajalište nije normativno podržano u propisima prava društava, te da je stav koji su izabrala sama trgovačka društva.<sup>1421</sup> Kao česta se kritika ističe da američka

---

<sup>1415</sup> Aleksić, Ana, op. cit., bilj. br. 1363., str. 419.

<sup>1416</sup> Čimbenici kao društveno odgovorno ponašanje, odgovorno i kvalitetno zapošljavanje, ljudski potencijali elementi su koji utječu na prevladavanje nejednakosti i političkih tenzija. Stoga su dugoročni principi ulaganja koji uključuju sve ESG čimbenike ohrabrujući i oni bi trebali biti prevladavajući. Vidi više, dostupno na: Lipton, Martin... [et al.], Corporate Governance: The New Paradigm, dostupno na: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/11/corporate-governance-the-new-paradigm/> (7.11.2020.).

<sup>1417</sup> Pearlstein, Steven, Social Capital, Corporate Purpose and the Revival of American Capitalism, Center for Effective Public Management at Brookings, 2014., str. 1-23., dostupno na: <http://newshare.com/rc-dc/brookings-pearlstein.pdf> (8.11.2020.).

<sup>1418</sup> Autor ističe da je jedna i jedina društvena odgovornost *businessa* da iskoristi sve dostupne resurse i aktivnosti usmjerene na povećanje dobiti, sve dok se odvijaju na slobodnom tržištu bez obmana i prijevara. Vidi više: Friedman, Milton, The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, The New York Time Magazine, 1970., dostupno na: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf> (8.11.2020.).

<sup>1419</sup> Vidi više: Chilos, Alberto, Damiani, Mirella, Stakeholders vs shareholders in corporate governance, str. 1-49., dostupno na: <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/2334/> (25.7.2020.).

<sup>1420</sup> Vidi više: Friedman, Milton, op. cit.

<sup>1421</sup> Najpoznatiji primjer je presuda u slučaju REVLON u Delaware, gdje je sud presudio da je uprava dobro postupila zauzevši stav da treba zastupati interese dioničara i prihvatila najbolju ponudu za prodaju. No, kasnije je

kultura ulaganja dovoljno pozornosti pridaje financijskom kapitalu i ljudskim potencijalima, no ne i socijalnom kapitalu.<sup>1422</sup>

Novi stav, tzv. *company centric view*,<sup>1423</sup> naglašava potrebu dugoročnih ulaganja i fiducijarnu dužnost direktora, koja se očituju u promjeni odnosa pri odlučivanju i upravljanju društvima. Dioničari se aktivno trebaju uključiti pri odlučivanju o dugoročnim ulaganjima te ih poduprijeti, a što će posljedično dovesti do ekonomskoga prosperiteta. Naglašava se kako je jedna od fiducijarnih dužnosti uprave društva da pri donošenju poslovnih odluka u razmatranje uzima interese dioničara, ali i svih drugih dionika od zaposlenika, dobavljača, mogućih utjecaja odluka na okoliš te se na taj način širi koncept fiducijarne obveze prema onima s kojima korporacija nije u izravnom odnosu. To bi trebao biti smisao procjene rizika i strateškog planiranja.<sup>1424</sup> Time se u privatnopravne odnose ugrađuje i javni interes „održivosti“. Drugi autori smatraju da *company centric view* nije različit od dosadašnjega načela *shareholder primacy* te da ga ne treba miješati s „kratkoročnim ciljevima za maksimizaciju dobiti“ tijekom dnevnog operativnog poslovanja društva koje je uprava dužna slijediti. Pritom ističu da niti do sada nije bila zastupana teza da direktori društva zastupaju kratkoročne ciljeve ako vide da su dugoročni ciljevi za društvo vrjedniji,<sup>1425</sup> odnosno da imaju dostano prostora da procijene što je pravi interes društva.

I u ovom *company centric view*, uprave društva imaju fiducijarnu dužnost, ali ne samo prema dioničarima, već i prema samom trgovačkom društvu i njegovim dionicima. Štoviše, u vrijeme

---

i sam sud potvrdio i rekao da se pogrešno tumači da je zadatak uprave da djeluje isključivo u interesu dioničara - *shareholders primacy*. Vidi više: Pearlstein, Steven, op. cit. bilj.br. 1497., str. 9. i 10. Vidi i: Rock, Edward, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose* European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 515/2020, New York University and ECGI, str. 1-37., dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3589951](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589951) (8.11.2020.). Stout, Lynn A., *The Shareholder Value Myth*, (2013), Cornell Law Faculty Publications, Paper 771, dostupno na: <http://scholarshi.law.cornell.edu/facpub/771> (8.11.2020.). Hansmann, Henry, Pargender, Mariana, *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, *The Yale Law Journal*, vol. 123., br. 4., god. 2014., str. 948- 1007., [www.digitalcommons.law.yale.edu](http://www.digitalcommons.law.yale.edu) (8.11.2020.).

<sup>1422</sup> Socijalni kapital definira se kao povjerenje koje dajemo jedni drugima kao i osjećaj odgovornosti koji imamo (ili bi trebali imati) jedni za druge te koji nam daje snagu da preuzmemo rizik i poduzimamo dugoročna ulaganja. Pearlstein, Steven, *Social Capital, Corporate Purpose and the Revival of American Capitalism*, Center for Effective Public Management at Brookings, 2014., str. 1-23., str. 4., dostupno na: <http://newshare.com/rc-dc/brookings-pearlstein.pdf> (8.11.2020.).

<sup>1423</sup> Čulinović-Herc, Edita, Madžarov Matijević, Sara, *Companies in the Blockchain Era, The Importance of Corporate culture*, u: Sander, G. G., Pošćić, A., Martinović, A. (eds.), *Exploring the social dimension of Europe*, Hamburg, Verlag dr. Kovač, 2021., str. 443-457.

<sup>1424</sup> Autor ističe da zahtjev za promjenom paradigme proizlazi iz nedavne financijske krize, neučinkovitoga pravnog okvira, pa strah od buduće rigorozne normiranosti donosi pregršt novih ideja koje bi se mogle umetnuti u privatno poduzetništvo. Vidi više: Rock, Edward, op. cit., bilj. br. 1421., str. 4-5.

<sup>1425</sup> *Ibid.*, str. 15-21. Autor ističe kako je Amazon dugo godina ulagao u dugoročne ciljeve i poslovao bez dobiti. Vidi više i o *shareholder primacy*: Pearlstein, Steven, op. cit., bilj. br. 1374., str. 9-10.

pandemije bolest COVID-19, obveza uprave društva da postupa s dužnom pažnjom, znatno se proširila i to posebno u odnosu na zaposlenike. Uprave su bile dužne organizirati sigurnosne zdravstvene protokole za rad zaposlenika u društvu, organizirati rad od kuće u doba pandemije, posvetiti više pažnje sigurnosnim protokolima vezano uz kobernetičke prijetnje te dodatno educirati zaposlenike, a sve u svrhu kontinuiteta poslovanja u tako otežanim uvjetima. Danas se smatra da uprava ispunjava svoju fiducijarnu dužnost kada donosi odluke u interesu trgovačkog društva, ali i njegovih zaposlenika i ostalih stakeholdera, dok će business judgment rule<sup>1426</sup> i dalje predstavljati štiti za upravu, ako su njihove odluke donesene u dobroj vjeri i interesu društva.<sup>1427</sup>

Prema svemu navedenom, ponašanje portfeljnog društva kao društva u koje ulaže UAIF, danas odražava model trgovačkog društva koji nema u središtu razmatranja primarno dioničare, a jedan je od dioničara i UAIF, već sve dionike u cjelini te kreira održivo trgovačko društvo (engl. sustainable company),<sup>1428</sup> koje brine o održivosti, o uključivanju svih dionika u donošenje bitnih odluka za društvo, a posebice zaposlenika, vodi računa o transparentnosti u financijskom izvještavanju, o socijalnoj osviještenosti za potrebom dugoročnih ulaganja<sup>1429</sup> te se temelji na načelima svrsishodnog poslovanja (engl. purposeful business).<sup>1430</sup> Ta su načela još jedan dodatan iskorak u osvještavanju društvene prihvatljivosti i koegzistencije društva i okoliša, naglašavajući je nužno promijeniti dosadašnje shvaćanje poslovanja općenito, na način da se kao osnovna premisa poslovanja postavlja svrha poslovanja (engl. Purpose). Društvo mora postaviti cilj i svrhu.<sup>1431</sup> Način na koji će se to postići jest izgradnjom odnosa povjerenja između društva i svih dionika te ugradnjom vrijednosnih i etičkih načela u poslovanje društva, znači jačanjem socijalnog kapitala. Dakle poslovanje mora biti utemeljeno na svrsishodnosti (engl.

---

<sup>1426</sup> O pojmu *business judgment rule*, vidi više str. 194 i dalje.

<sup>1427</sup> Khedmati, Amir, Fiduciary Duties in Stakeholder model of Corporate Governance, *Fourdham Journal of Corporate & Finance Law*, dostupno na: <https://news.law.fordham.edu/jcfl/2020/10/27/fiduciary-duties-in-a-stakeholder-model-of-corporate-governance/> (9.11.2020.).

<sup>1428</sup> Horak, Hana, Poljanec, Kristijan, Recent Developments in European Company Law: A way forward to more social Europe, *InterEULawEast*, vol. 5, br. 2(2018), str. 151-167., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/213662> (21.6.2020.).

<sup>1429</sup> U SAD-u dvadesetak je država u svoje korporativne akte uključilo poglavlje – *The Benefit Corporation*, kroz koje se eksplicitno izražava stav da je primarni cilj društva da se njime upravlja na dobrobit i u interesu svih dionika. Ta se društva naziva *B Corporation*. Vidi više: Pearlestein, Steven, op. cit., bilj. br. 1374., str. 19-10.

<sup>1430</sup> The British Academy; Principles for Purposeful Business; How to deliver the framework for the Future of the Company; An Agenda for business in the 2020s and beyond; 2020. (u daljnjem tekstu: The British Academy; Principles for Purposeful Business), dostupno na: <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/224/future-of-the-corporation-principles-purposeful-business.pdf> (9.11.2020.).

<sup>1431</sup> Dobit treba biti proizvod ostvarenoga cilja društva, no ne i svrha društva.

purposeful buseness)<sup>1432</sup> i etici u korporativnoj kulturi i upravljanju – etičnom poslovanju trgovačkih društava. Uprave društva su dužne preuzeti te obveze i obvezati se da će ih slijediti, no to isto moraju učiniti i dioničari društva, a što predstavlja odnos stewardshipa te pomagati upravama društava da lakše ispune svrhu. Dakle, i to je zadaća UAIF-a.

Europsko pravo u središtu razmatranja ima održivost trgovačkih društava (engl. sustainable company), kao i društva u cjelini. Prethodni pristupi, poput društvene odgovornosti (CSR), kao i provjera okolišnih, socijalnih i upravljačkih politika nisu utjecali na mogućnost rasta i profitabilnosti samog društva, već su više bili dio strateškog pozicioniranja unutar konkurentskih društava. No, ono što čini razliku kod društveno odgovornog ulaganja zasnovanoga na ESG<sup>1433</sup> čimbenicima jest zajednička vrijednost (engl. shared value) kao profitni društveni utjecaj.<sup>1434</sup> U skladu s globalnim nastojanjima usmjerenim prema održivom gospodarstvu kako ga je prihvatila međunarodna zajednica donošenjem Pariškog sporazuma o klimatskim promjenama iz 2016. godine<sup>1435</sup> i Programa Ujedinjenih naroda (UN) za održivi razvoj do 2030. godine,<sup>1436</sup> države nastoje ostvariti napredak u prelasku na niskougljična i

---

<sup>1432</sup> *Purposeful business* počiva na nekoliko načela. Prvotno trgovačko društvo mora postaviti cilj i svrhu društva, a članovi uprave društava moraju se obvezati društvu da će ih slijediti. Predlaže se promjena u dijelu pravnog uređenja, potrebno je jasno odrediti obvezu uprave izvršenih društava da vode računa o javnom interesu. Dioničari ili udioničari (vlasnici) društva bi se trebali obvezati podupirati ciljeve društva. Ulagatelji, dioničari pridonose i osiguravaju sredstva za rad društva te zauzvrat polažu prava na imovinu. No, s druge strane trgovačka društva su sve više i više ovisno o radnoj snazi, društvu i okolišu, a kojih nisu vlasnici. Iz toga se izvodi zaključak da se vlasništvo na imovinom dovodi u suodnos sa svrhom postojanja društva. Korporativno upravljanje mora sjediniti interese uprave sa svrhom društva, a ne kao što je do sada bila zastupljena teza da je ono uspostavljeno radi kontrole odnosa „principala i agenta“. Mjere uspješnosti treba staviti u odnos između društva i njegovog cilja, u odnosu na zaposlenike, zajednicu i prirodne resurse. Korporativno financiranje trebalo bi poticati ulaganja u dugoročna ulaganja. Kada se donose odluke o novim korporativnim ulaganjima u njih bi trebalo uključiti suradnju s privatnim i javnim institucijama, društvima kako bi se u cijelosti ispunila „svrha“ društva. Vidi više: The British Academy; Principles for Purposeful Business, op. cit., bilj. 1247.

<sup>1433</sup> ESG predstavlja niz općeprihvaćenih ciljeva, praksi i standarda (3P – *people, planet, profit*) koji se razmatraju pri donošenju odgovornih / održivih investicijskih odluka, a obuhvaćaju: E (*Environmental*) okolišne faktore: ublažavanje i prilagodbu klimatskim promjenama, zaštitu vodnih i morskih resursa, održavanje bioraznolikosti i eko sustava, prijelaz na održivo i kružno gospodarstvo, kontrolu i sprječavanje onečišćenja, S (*Social*) društvene faktore: ljudska prava, rodnu ravnopravnost, sprječavanje siromaštva, dostupnost zdravstva, sprječavanje dječjeg i prisilnog rada, slobodu radničkog udruživanja i kolektivnog pregovaranja i G (*Governance*) upravljačke faktore: kvalitetu, iskustvo i neovisnost upravljačkih struktura, transparentno izvještavanje, sprječavanje korupcije i kriminala, etično poslovanje, odgovorno upravljanje rizicima, odnos prema vlasnicima, zaposlenicima i široj društvenoj zajednici.

<sup>1434</sup> Rezolucija Europskog parlamenta od 23. lipnja 2022. o provedbi i ostvarivanju ciljeva održivog razvoja (2022/2002(INI)), dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2022-0263\\_HR.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2022-0263_HR.html).

<sup>1435</sup> Pariški sporazum, Sl. 2822/4 od 19.10.2016.

<sup>1436</sup> U okviru 17 ciljeva - *Sustainable Development Goals (SDGs)* održivog razvoja nalaze se kvalitativni i kvantitativni ciljevi te se zahtijeva od svih dionika društva da preuzmu odgovornost i pridonose rješavanju tih izazova, pri čemu se posebno ističe važna uloga poslovnog sektora. Ciljevi su: svijet bez siromaštva, svijet bez gladi, zdravlje i blagostanje, kvalitetno obrazovanje, rodna ravnopravnost, čista voda i sanitarni uvjeti, pristupačna energija iz čistih izvora, dostojanstven rad i ekonomski rast, industrija, inovacije i infrastruktura, smanjenje nejednakosti, održivi gradovi i zajednice, odgovorna potrošnja i proizvodnja, zaštita klime, očuvanje vodenog svijeta, očuvanje života na zemlji, mir, pravda i snažne institucije i partnerstvom do cilja. Program UN-a o održivom razvoju, dostupno na: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/development-agenda/> (12.11.2023.).

kružna gospodarstva na globalnoj razini. Na razini EU-a cilj je pretvaranje Europe u prvi klimatski neutralni kontinent do 2050. godine. U tom su smislu velika očekivanja od financijskoga sektora koji bi trebao odigrati ključnu ulogu. Prelazak na niskougljično i kružno gospodarstvo podrazumijeva i rizike, ali i prilike za gospodarstvo, dok s druge strane materijalna šteta koju prouzrokuju klimatske promjene ima izravan materijalni učinak na gospodarstvo i financijski sektor. Zbog toga se određivanje klimatskih i okolišnih rizika<sup>1437</sup> smatra strateškim ciljem i financijskih institucija i trgovačkih društava – gospodarstva u cijelosti.<sup>1438</sup> Stoga, trgovačka društva postaju društveno odgovorna kada u svoje ciljeve i investicijske strategije ugrade okolišna, socijalna, etička, potrošačka i ljudska prava, tzv. ESG čimbenike.

No da bi se netko ponašao društveno odgovorno, mora to primijeniti u svom svakodnevnom načinu poslovanja, na dobrovoljnoj bazi, usvajanjem politika i procedura kojih se mora sam pridržavati, kao odgovorno trgovačko društvo prema zajednici,<sup>1439</sup> a što se pokazuje kroz osviještenost o mogućim negativnim i štetnim utjecajima, kao i pogodnostima koje je moguće ostvariti. „Zajednica zahtijeva da trgovačka društva i privatna i javna služe široj društvenoj

---

<sup>1437</sup> Kao primjeri pokretača klimatskih i okolišnih rizika navode se rizici koji mogu biti fizički klimatski rizici, npr. ekstremni vremenski događaji, dok je kao fizički okolišni rizik, primjerice vodni stres, pomanjkanje resursa, gubitak bioraznolikosti, a kao primjer prijelaznoga klimatskog, ali i okolišnog rizika se ubrajaju propisi, tehnologija, raspoloženje na tržištu. Svi ti rizici utječu dalje na kreditni rizik, jer fizički rizik može utjecati na nižu procjenu kolaterala u portfeljima nekretnina, dok s druge strane prijelazni klimatski i okolišni rizik, npr. standardi energetske učinkovitosti mogu dovesti do znatnih troškova prilagodbe za trgovačka društva. U odnosu na tržišni rizik, ekstremni fizički događaji mogu dovesti do gubitka vrijednosti imovine na pojedinim tržištima, dok prijelazni mogu dovesti do pada vrijednosti vrijednosnih papira. U odnosu na operativni rizik – fizički klimatski i operativni rizik može dovesti do prekida poslovanja zbog ekstremnih vremenskih uvjeta, dok prijelazni klimatski rizik može dovesti do reputacijskoga rizika zbog financiranja aktivnosti koje su štetne u odnosu na okoliš. U odnosu na rizik likvidnosti i rizik poslovnog modela, kod fizičkog klimatskog i okolišnog rizika, ako klijenti povlače sredstva jer moraju sanirati štete, dok kod prijelaznog klimatsko okolišnog rizika pokretači mogu utjecati na održivost pojedinih poslovnih modela, ako se ne provede prilagodba standardima ili diverzifikacija. Vidi: Vodič o klimatskim i okolišnim rizicima Europske središnje banke – Nadzorna očekivanja povezana s upravljanjem rizicima i objavama - studeni 2020., dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.hr.pdf>. (13.5.2023.)

<sup>1438</sup> Zbog neodgovornog odnosa društava prema zaposlenicima, potrošačima, kao i prema zaštiti okoliša razvijen je koncept društveno odgovornog poslovanja. Svako trgovačko društvo mora samostalno osmisliti poslovnu strategiju primjenom društveno odgovornog poslovanja u skladu s vrijednostima vlastitog društva te okružja u kojem djeluje.

<sup>1439</sup> Trgovačko društvo kao bi se prikazalo kao transparentno i da se na njega može računati nastoji usvojiti načela korporativnog upravljanja koja bi trebala nastati na fer odnosima. Istodobno društvena odgovornost je ojačana na način da zahtijeva od članova uprave da pri donošenju poslovnih odluka uzmu u obzir širi društveni interes. To je dovelo do toga da trgovačka društva postaju osjetljivija po pitanjima etike, socijalnih odnosa, zaštite okoliša, javnosti te im je kroz pravila korporativnog upravljanja postavljen okvir prema kojem se ponašaju prema zaposlenicima, korisnicima usluga i sl. U tom smislu veliki broj trgovačkih društava su sami sebe „regulirali“ usvajajući različite kodekse ponašanja, etičke priručnike i sl. Vidi više: Gill, Amiram, Corporate Governance and Social Responsibility: A Research Agenda, Berkeley Journal of International Law, vol. 26, (2008), str. 452., dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1078014> (11.11.2016.).

zajednici i imaju širu društvenu svrhu.“<sup>1440</sup> Društveno odgovorno ponašanje ne označava samo podizanje društvene osviještenosti trgovačkog društva, no i UAIF je toga svjestan u odnosu na portfeljno društvo jer je i sam obveznik toga (kao trgovačko društvo),<sup>1441</sup> već je i rezultat pojačanog interesa javnosti o društvenoj odgovornosti. Društva će sigurno prihvatiti dugoročniji pristup financiranju ako takvi zahtjevi krenu od njihovih udioničara, dioničara, ulagatelja, fond menadžera i sl. Stoga je vrlo važno razviti takvu koherenciju. No, održivo društvo (engl. sustainable company) počiva na odluci o odgovornom ulaganju (engl. responsible investment (RI)). Veza između ponašanja UAIF-a kao društveno odgovornog trgovačkog društva i ponašanja portfeljnog društva kao društvenog odgovornog trgovačkog društva uspostavlja se, pojačava i podržava kroz pojam društveno odgovornog ulaganja. Zakonodavac je nastojao pojačati tu vezu usvajanjem CDDD-a.<sup>1442</sup> U nastavku će se rada analizirati što se podrazumijeva pod pojmom odgovornog ulaganja te kako se to odnosi na UAIF.

#### 4.4.1.1. Odgovorno / održivo ulaganje (engl. Responsible Investment (RI))

Odgovorno ulaganje (engl. Responsible Investment (RI)) definira se kao investicijski proces koji obuhvaća aktivno promišljanje o okolišnim, socijalnim i upravljačkim pitanjima unutar procesa donošenja odluke o ulaganju i korporativnih praksi. Ono se temelji na shvaćanju da okoliš, društvo i korporativno upravljanje (ESG čimbenici – environmental, social and corporate governance)<sup>1443</sup> mogu imati važan utjecaj na društvo, kao i na financijska tržišta. Stoga uključivanje tih čimbenika u svakodnevno operativno vođenje društva, a isto tako i u donošenje odluke o odgovornom ulaganju može znatno utjecati i poboljšati samo ulaganje.<sup>1444</sup> Pritom je nužno primijeniti koncept, tzv. dvostruke materijalnosti (engl. double materiality concept) . Prema njemu je nužno utvrditi najvažnije ESG čimbenike koji utječu na održivi razvoj društva s jedne strane i na njegovu financijsku sposobnost da ostvari ekonomski rezultat (engl. financial impact), a s druge čimbenike na koje društvo ima najvažniji utjecaj, kako

---

<sup>1440</sup> Rock, Edward, op. cit., bilj. br. 1421., str. 1-37.

<sup>1441</sup> U kontekstu fondovske industrije doktrina prepoznaje tri kategorije društvene odgovornosti: „ulagateljsku društvenu odgovornost“, odnosno o samom ulaganju, „institucionalnu društvenu odgovornost“, koja se odnosi na poslovnu organizaciju financijskih posrednika te se osobito iskazuje kroz politike nagrađivanja i preuzimanja rizika te „integriranu društvenu odgovornost“ kao odgovornost financijskog posrednika da uzme u obzir širi društveni kontekst kada upravlja stečenim društvima. Vidi više: Zetzsche, Dirk A., Preiner, C. D., CRS and the AIFMD, op. cit., bilj. br. 98., pogl. 8., str. 159-198.

<sup>1442</sup> Direktiva (EU) 2024/1760 Europskog parlamenta i Vijeća od 13. lipnja 2024. o dužnoj pažnji za održivo poslovanje i izmjeni Direktive (EU) 2019/1937 te Uredbe (EU) 2023/2859, SL L. 2024/1760, 5.7.2024. (u daljnjem tekstu: CDDD).

<sup>1443</sup> Vidi bilj. 1433.

<sup>1444</sup> Pollice, Ryan M. D., op. cit., bilj. br. 628., str. 7-8. Vidi više i: Couret, Alain, op. cit., bilj. br. 89., str. 111-152.

društvo svojim poslovanjem utječe na okoliš i zajednicu (engl. impact materiality) te ih procijeniti. Rezultat takve analize omogućit će društvu da se usredotoči na najvažnije čimbenike, da ih analizira i ublaži rizike. Na temelju te (samo)procjene društvo bi trebalo izraditi plan komunikacije s dionicima društva (engl. stakeholder engagement plan)<sup>1445</sup> koji bi u konačnici pokazao koji čimbenici najviše zabrinjavaju ostale dionike društva. Na temelju tih pokazatelja društvo izrađuje ESG strategiju, interne procedure po kojoj bi trebalo postupati. Je li ESG strategija bila dobra ili loša pokazat će se po dobivanju ESG ocjene (rejtinga) kao konačne ocjene usklađenosti ulaganja, odnosno poslovanja u odnosu na poželjne ESG pokazatelje, a koju će donijeti tržište pri ocjene treba li uložiti u to društvo ili ne. U ovom doktorskom istraživanju pojam društveno odgovornog ulaganja „obvezuje“ i same institucionalne ulagatelje kada ulažu u fondove, ali i UAIF-ove kada ulažu u portfeljna društva, ali i sama portfeljna društva, pri čemu je u središtu razmatranja istraživanja ove disertacije ovaj drugi aspekt.

Primarni cilj institucionalnih ulagatelja je postizanje što optimalnijih odnosa između ulaganja i povrata. Stoga radi racionalizacije resursa, kapitalno jači ulagatelji će više inklinirati ulaganju u PE koje ulaže na društveno prihvatljiv način, odnosno donosi odluku o odgovornom ulaganju, a koje iziskuje temeljitije dubinsko snimanje.<sup>1446</sup> Mnoge studije pokazuju da odgovorno ulaganje (engl. responsible investment) daje društvima veću korporativnu vrijednost, a samim time veću dobit i manji rizik kod ulaganja, poboljšavajući na taj način općenito vrijednost društva.<sup>1447</sup> Društva koja uključuju ESG u svoje svakodnevno poslovanje bolje se vrednuju pri procjeni kreditne sposobnosti, grade veću reputaciju na tržištu, ostvaruje financijska sredstva uz manje troškove, društvo dobiva povoljnije kredite te s manje troškova može ostvariti i bolje povrate na svoja ulaganja.<sup>1448</sup>

U današnje vrijeme krilatica za održivo financiranje na tržištu kapitala jest, tzv. sustainable finance ili društveno odgovorno ulaganje (engl. socially responsible investment). Radi se o projektima ili ulaganjima od kojih se očekuje da pridonosu društvu – zajednici / ili okolišu.<sup>1449</sup>

---

<sup>1445</sup> Putem komunikacije s ulagateljima i/ili dionicima, bilo putem anketa ili otvorenih sastanaka UAIF-a, ali i portfeljno društvo će spoznati što njihovi dionici, dobavljački lanci vrijednosti imaju najviše u fokusu razmatranja od ESG čimbenika.

<sup>1446</sup> Cumming, Douglas John, Sofia, A., op. cit., bilj. br. 25., str. 103-107.

<sup>1447</sup> Gerard, Bruno, ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review. Beta, vol. 33, br. 1(2019), str. 61-83., dostupno na: <https://www.universitetsforlaget.no/Tidsskrift/Open.acesse> (5.7.2020.).

<sup>1448</sup> Azizi, Victoria S., The Magic of Corporate Social Responsibility: An academic perspective, dostupno na: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/amslawf12&div=4&id=&page=> (1.7.2020.).

<sup>1449</sup> Lenzi, Diletta, Corporate Social Bonds: A legal analysis, European Company and Financial Law Review, vol. 18., br. 2 (2021), str. 291-320., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=35343139> (11.6.2022.).



Nema konkretne definicije tog termina, pa tako i Europska komisija koristi izraze kao green finance ili sustainable finance,<sup>1450</sup> te se u odnosu na okoliš referira na klimatske promjene, u odnosu na društveni doprinos u odnosu prema radnicima, ulaganjima u ljudski kapital i komunikacije, dok upravljanje uključuje upravljačke strukture, odnose između poslodavaca i radnika te nagrađivanje članova uprave. Stoga se u EU održivi razvoj definira kao segment financijske industrije koji karakterizira da se ulaže u održivi razvoj u realnoj ekonomiji, te da se pri donošenju odluke razmatraju tri čimbenika, a to su okoliš, društvo i korporativno upravljanje (ESG faktori – environmental, social and corporate governance). Svjetska financijska tržišta s druge strane, streme razvoju social responsible investment (SRI). To bi značilo da ulagatelji kumuliraju socijalne aspekte i aspekte utjecaja na okoliš pri istraživanju, analiziranju ili selektiranju ulaganja (uz izostanak trećeg elementa – korporativnog upravljanja).<sup>1451</sup>

Važnost koja se pridaje uvođenju ESG-a<sup>1452</sup> i RI-ja u odnosu na upravitelje i ulagatelje svakim je danom sve jače izražena, te je središnje pitanje pri donošenju odluka o ulaganju i time standard u poslovanju,<sup>1453</sup> ne samo za društveno odgovorno poslovanje, već i odgovorno ulaganje koje donosi dobit.<sup>1454</sup>

No postavlja se pitanje na koji način uključivanje ESG čimbenika u proces odlučivanja može utjecati na ispunjavanje fiducijarne dužnosti upravitelja imovine? AIFMD-om i Uredbom AIFM-a određuje se da upravitelji trebaju djelovati isključivo u najboljem interesu ulagatelja u AIF i AIF-a kojima upravljaju, dakle zajedničkih, kolektivnih interesa, a ne pojedinačnih. Zbog toga je nužno razjasniti pitanje krše li UAIF-ovi „fiducijarnu dužnost“<sup>1455</sup> kada pri donošenju

---

<sup>1450</sup> Vidi više, dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance\\_en#overview](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_en#overview) (11.6.2020.).

<sup>1451</sup> Lenzi, Diletta, op. cit., bilj. br. 1449., str. 291- 320.

<sup>1452</sup> Vidi više: Sugimoto, Shunsuke, Ethics in responsible investment, How to incorporate ethics into investment Analysis, *Revue Roumaine de Philosophie*, vol. 62, (2018), str. 15-22., dostupno na: <https://philarchive.org/archive/SUGEIR> (5.7.2020.).

<sup>1453</sup> Ibid.

<sup>1454</sup> Studija Europske komisije pokazala je da zakonodavac mora osnažiti ulogu uprave društva u nastojanju da ostvari dugoročne interese društva te integrira održivi razvoj pri donošenju korporativnih odluka. Time se umanjuje *agency* problem, poboljšava vezu i usmjerenost zajedničkom cilju uprave i dioničara, a to sve zajedno pridonos boljim dugoročnim vrijednostima i perspektivi društva. European Commission Final Report, Study on directors duties and sustainable corporate governance, July 2020 European Union 2020, str. 47., dostupno na: [www.op.europa.eu](http://www.op.europa.eu) (28.11.2020.).

<sup>1455</sup> Levin, Jack S., op. cit., bilj. br. 7., str. A-494-495., u presudi Supreme Court of Delaware - Doran Mallone et al., Plaintiffs-Appellants, v. John N. Brincat et al., Appellees, sud je obrazložio da se direktorova fiducijarna dužnost prema društvu i dioničarima prepoznaje kao trijada – dužna pažnja, dobra vjera i lojalnost.

odluke o ulaganju uzimaju u obzir EGG čimbenike ili tek tada potvrđuju da postupaju u skladu s tom dužnošću.

Prema istraživanju koje je proveo Freshfields,<sup>1456</sup> Bruckhaus, Deringer, na postavljeno pitanje je li uključivanje ESG čimbenika u donošenje odluke o ulaganju i politike o ulaganju, dobrovoljno, ili je to zahtjev koji proizlazi iz propisa, te kako to utječe na fiducijarnu dužnost upravitelja imovine, iznesen je zaključak kako klasična analiza odluka o ulaganju počiva na financijskim pokazateljima, no da je veza između ESG čimbenika i financijskih pokazatelja bitna, te je stoga prihvatljivo koristiti ESG faktore u svim jurisdikcijama.<sup>1457</sup> Također se ističe također da je povezanost i uključenost ESG čimbenika u donošenje odluke o ulaganju važna i zbog toga što na taj način upravitelji imovine vjerodostojno dokazuju da su pravilno analizirali vrijednost ulaganja (kao business judgment rule za financijske analitičare). No, upravitelj nakon uvrštenja tih čimbenika u analizu ima i dalje diskrecijsko pravo odlučiti o ulaganju, ali će pri donošenju odluke obrazložiti kako će mitigirati eventualne rizike koji su se pokazali kao rezultat analize, te time dokazuje da je izvršio svoju dužnost koju mu je povjerio ulagatelj. Provedba takvog postupka analize ulaganja, ne samo da je prihvatljiva u okviru fiducijarne dužnosti, već su upravitelji dužni provesti takav postupak.<sup>1458</sup> To znači da su ga UAIF dužni obavezno provesti prije donošenja odluke o ulaganju.

U Report - Fiduciary duty in the 21st century<sup>1459</sup> se ističe da se tradicionalno – standard (engl. the best interest) tumačio kao najbolji financijski interes, gdje je upravitelj imovine procjenjivao rizik vezan uz ulaganje, gdje bi upravitelji samostalno donosili odluke bez konzultacija sa svojim ulagateljima. No u suvremenim se raspravama u UK-u<sup>1460</sup> izražava stav da bi UAIF trebao konzultirati klijenta ako želi znati što je u njegovu najboljem interesu. Ističe se da se pri primijeni odluke o ulaganju koja uključuje ESG pitanja postoje dvije kategorije. Tako postoje, tzv. „materijalna pitanja“, ona za koja upravitelj smatra da mogu imati u financijskom smislu

---

<sup>1456</sup> Freshfields Bruckhs Deringer, 2005., A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment, Report produced for the Asset management Working Group of the UNEP Finance Initiative, dostupno na: [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf) (7.7.2020.).

<sup>1457</sup> Pollice, Ryan M. D., op. cit., bilj. br. 628., str. 35.

<sup>1458</sup> Vidi više i: Sandberg, Joakim, Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective, Journal of Business Ethics, br. 101 (2011), str. 143-162., dostupno na: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-010-0714-8> (7.7.2020.).

<sup>1459</sup> Freshfields Bruckhs, Deringer; op. cit., bilj. br. 1452.

<sup>1460</sup> Fiducijarni princip zahtijeva da se interes ulagatelja stavi na prvo mjesto, da se izbjegava sukob interesa te direktni i indirektni troškovi pružanja usluge budu razumni i javno objavljeni ulagateljima. Vidi više: The Key review of UK equity markets and long-term decision making, Final Report, July 2012., dostupno na: <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com> (18.7.2020.).

pozitivan/negativan utjecaj na samo ulaganje, i ona ne toliko važna u financijskom smislu, tzv. „nematerijalna pitanja,, ali koja mogu biti vrlo važna dionicima, te ako se njima dobro upravlja ne moraju nužno negativno utjecati na ulaganje, već mogu imati i pozitivan utjecaj.<sup>1461</sup> S druge strane, navode se argumenti da je upraviteljima povjereno upravljanje imovinom upravo zbog toga što su oni stručnjaci u svom području, te da oni koji su proaktivni, svakako uključuju elemente odgovornog ulaganja. Oni redovito u svoje politike i procese odlučivanja uključuju i pokazuju na koji su način identificirali rizik ulaganja u odnosu na ESG faktore, ugrađuju odgovarajuće strategije kako bi minimalizirali, ili izbjegli te rizike, ili predviđaju i nalaze načina kako će ih nadzirati. Kao zaključak se ističe da upravitelji imovine koji u svoj proces odlučivanja ne uključuju i ESG faktore zapravo ne izvršavaju svoju fiducijarnu dužnost. Stoga se preporučuje UAIF-u da objavi koje je ESG faktore uzeo u obzir pri donošenju odgovorne odluke o ulaganju, uključujući i obrazloženja kako su oni u korelaciji s fiducijarnom dužnošću.<sup>1462</sup>

U provedenim izvještajima<sup>1463</sup> i studijama<sup>1464</sup> izneseno je i mišljenje i preporuka Europskoj komisiji za izdavanjem smjernica nacionalnim regulatorima država članica na koji način da inkorporiraju fiducijarnu dužnost u nacionalna zakonodavstva, da pojasne da fiducijarna dužnost zahtijeva od upravitelja da posvete pažnju dugoročnim ciljevima u koje su uključili ESG pitanja pri donošenju odluke o ulaganju, da odgovorno ulaganje uključuje integraciju ESG faktora pri odlučivanju, raspravljanja i glasovanja o ulaganju, da osiguraju harmonizaciju pristupu odgovornom ulaganju i fiducijarnoj dužnosti diljem EU-a, te da države članice osiguraju nadzor njegova provođenja. S vremenom su te preporuke inkorporirane kroz više

---

<sup>1461</sup> Freshfields, Bruckhs Deringer, op. cit., bilj. br. 1452., str. 17.

<sup>1462</sup> Ibid., str. 20.

<sup>1463</sup> The Key review of UK equity markets and long- term decision making, Final Report, July 2012; dostupno na: <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com>, str. 67. (6.1.2022.).

<sup>1464</sup> Freshfields, Bruckhs Deringer, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment, Report produced for the Asset management Working Group of the UNEP Finance Initiative, str. 1-156., str. 6., dostupno na: [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf) (7.7.2020.).

direktiva<sup>1465</sup> i uredbi,<sup>1466</sup> te je jasno izražen stav zakonodavca da su UAIF-i dužni uvrstiti ESG čimbenike pri donošenju odluke o ulaganju.

#### 4.4.1.2. Nužnost razvijanja dobrih praksi

Odnos između ulagatelja i UAIF-a zasniva se na odnosu koji se temelji na povjerenju, te će upravitelj svoju dužnost ispuniti poštujući i ispunjavajući fiducijarne obveze te dužnosti postupanja na načelima savjesnosti i poštenja. Očekivanja za ispunjavanjem tih pravnih standarda mijenjaju se u skladu s potrebama društva, financijskog tržišta te modernog poslovanja koje primijenjuje, i poslovnu etiku, i zahtjeve za donošenjem odgovornih odluka koje počivaju na održivom ulaganju.<sup>1467</sup> Stoga zakonodavac daje pravni okvir takvog postupanja, no razvijanje dobrih praksi, uvođenjem instrumenata soft lawa putem, tzv. vodiča, kodeksa ili preporuka, predstavlja nadogradnju kojom se jača povjerenje sudionika na tržištu kapitala i dodatno štite ulagatelji, a upraviteljima se s druge strane nameću viši standardi u ispunjavanju njihovih fiducijarnih dužnosti. No time se istodobno nastoji usmjeriti i regulatorni razvoj u skladu s potrebama fondovske industrije.<sup>1468</sup> Instrumenti soft lawa primjenjuju se na dobrovoljnoj bazi i većinom zahvaćaju sve sudionike na tržištu kapitala i fondove i portfeljna društva, uz iznimku osobitosti za pojedine grane industrije.<sup>1469</sup> No tržište prepoznaje dobre prakse, te oni UAIF-ovi koji ih ne prihvaćaju i ne slijede – njih ulagatelji prepoznaju te neće

---

<sup>1465</sup> Direktiva 2014/95/EU od 22. listopada 2014. o izmjeni Direktive 2013/34 EU u pogledu objavljivanja nefinancijskih informacija o raznolikosti određenih velikih grupa i pouzeca, SL L 330, 15.11.2014., a koja zahtijeva od društava s više od 500 zaposlenika da objavi informacije o politikama, rizicima i rezultatima u odnosu na ESG pitanja. Direktiva u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara i MIFID II, koja ima za cilj učiniti tržište efikasnijim i sigurnijim za ulagatelje i to zahtjevom za obveznom organizacijom investicijskih društava i pravila njihova ponašanja.

<sup>1466</sup> Delegirana uredba Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnim investicijskim fondovima trebaju uzeti u obzir (Tekst značajan za EGP) C/2021/2615 SL L 277, 2.8.2021.

<sup>1467</sup> ESG utječe na tri aspekta ulaganja: Društva sa snažnim ESG profilom su manje osjetljiva na tržišne šokove, imaju manji utjecaj na sistemski rizik. Stoga ESG utječe na vrednovanje trgovačkih društava kroz njihov sustavni profil rizičnosti - niži troškovi kapitala i veće vrednovanje te s druge strane veća profitabilnost kroz manju izloženost riziku, što u konačnici dovodi do veće vrijednosti društva. Drugo, ulaganje temeljeno na vrijednostima, u kojem ulagatelj nastoji uskladiti svoj portfelj sa svojim normama i uvjerenjima. Treće, ulaganje u utjecaj, u kojem ulagatelji žele koristeći svoj kapital potaknuti društvene ili okolišne promjene, npr. ubrzati dekarbonizaciju gospodarstva. Vidi više: Guido, Giese, Linda-Eling, Lee, Dimitris Melas, Zoltán, Nagy, Laura, Nishikawa, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, dostupno na: <https://www.evidenceinvestor.com/wp-content/uploads/2021/11/Foundations-of-ESG-Investing-Part-1.pdf> (31.10.2022.).

<sup>1468</sup> Lamandini, Marco, Self-regulation – what future in the context of hedge funds?, u: Athanassiou, P. (ed.), op. cit., bilj. br. 15., str. 246-266.

<sup>1469</sup> U posljednje vrijeme svjedočimo i uvođenje *soft law* instrumenata u sudsku praksu te vidimo da su sudovi počeli tumačiti ponašanja pojedinih društava pozivajući se na zakonodavni okvir, ali i istodobno u punom opsegu primjenjujući i odredbe *soft lawa*.

uložiti u fondove kojima oni upravljaju. To je vrlo dobro sredstvo pritiska na UAIF i učinkoviti pravni mehanizam, jer UAIF ovisi o ulagateljima,<sup>1470</sup> a tržište je volatilno i stalno iziskuje neke izmjene i prilagodbe. Stoga se razvojem „dobrih praksi“ stvaraju standardi u poslovanju koje su sudionici industrije dužni poštovati, jer će u suprotnom izgubiti povjerenje ulagatelja, a time i same ulagatelje.

U nastavku će se rada kronološkim redom prikazati razvoj soft law načela, kroz United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI),<sup>1471</sup> Global Governance Principles,<sup>1472</sup> UN Guiding Principles on business and human rights,<sup>1473</sup> OECD Guidelines for Multinational Enterprises<sup>1474</sup> te The UK Stewardship Code 2020.<sup>1475</sup> Kroz te instrumente analizirat će se kako se industrija prilagođavala zahtjevima tržišta, ali i kako su se ta načela usvajala i razvijala u nedavnoj povijesti kao rezultat promjena na tržištu kapitala ili potaknuti negativnim događajima na tržištu kapitala, uz istodobni razvoj povećanih zahtjeva prema upraviteljima imovinom u odnosu na fiducijarnu dužnost.

#### 4.4.1.2.1. UN načela za odgovorno ulaganje (engl. United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI))

UN načela za odgovorno ulaganje (engl. United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI))<sup>1476</sup> objavljena su 2006. godine na New York Stock Exchange. Njima se poziva i upravitelje imovine i ulagatelje/vlasnike imovine da pri donošenju odluka o ulaganju u svoje politike uvrste načela ESG-a. UNPRI definira odgovorno ulaganje kao strategije i prakse

---

<sup>1470</sup> Društva s niskom ESG ocjenom imaju malu bazu ulagatelja. Mnogi ulagatelji skloni riziku i socijalno osviješteni ulagatelji izbjegavaju izloženost društva koje je nisko ESG rangirano. Društva s visokom ocjenom ESG-a su transparentnija, posebno s izloženošću riziku i upravljanju rizicima. ESG ocjena može biti ključna za odluku o ulaganju, jer ulagatelji temelje odluku na ulaganju na vrijednostima na kojima temelji svoje norme i upravljanje portfeljem. Vidi više: Hong, Harrison, Kacperczyk, Marcin, The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets. *Journal of Financial Economics*, vol. 93, br.(209), str. 15–36.; El Ghouli, Sadok, Guedhami, Omrane, Kwok, Chuck, Mishra, Dev., Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?, *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, br. 9(2011), str. 2388-2406.

<sup>1471</sup> Principles for Responsible Investment (u daljnjem tekstu: UNPRI), dostupno na: <https://www.unpri.org/> (4.7.2020.).

<sup>1472</sup> Global Governance Principles - International Corporate Governance Network (ICGN), dostupno na: <http://icgn.flpbks.com/icgn-global-governance-principles-2017/> (6.7.2020.).

<sup>1473</sup> UN Guiding Principles on business and human rights, 2011., dostupno na: [www.ohchr.org](http://www.ohchr.org) (6.7.2020.).

<sup>1474</sup> OECD Guidelines for Multinational Enterprises, 2011., dostupno na: [www.oecd.org](http://www.oecd.org) (7.7.2020.).

<sup>1475</sup> The UK Stewardship Code 2020 koji je stupio na snagu 1. siječnja 2020., dostupno na: [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk) (2.7.2020.).

<sup>1476</sup> Principles for Responsible Investment (u daljnjem tekstu: UNPRI) sastoji se od šest načela: inkorporiranje ESG pitanja pri analizi ulaganja i procesa odlučivanja o ulaganjima, inkorporiranje ESG načela u korporativne politike i prakse, objavljivanje ESG pitanja u društvima u koje se ulaže, promoviranje prihvaćanja i primjene načela UNPRI od strane financijske industrije, poboljšavanje učinkovitosti u primijeni načela te izvještavanje o svakoj aktivnosti i napretku u odnosu na primijenu načela, dostupno na: <https://www.unpri.org/> (4.7.2020.).

kojima se pri donošenju odluka o ulaganju uključuje pitanje okoliša, zajednice i korporativnog upravljanja te se naglašava da se ignoriranjem ESG čimbenika ignorira i rizik oni mogu imati na povrat ulaganja za ulagatelje. Načela odražavaju skup najboljih praksi, djelovati u najboljem interesu ulagatelja uz uključivanje ESG čimbenika kao vodič za odgovorna ulaganja.<sup>1477</sup>

#### 4.4.1.2.2. Globalna načela upravljanja (engl. Global Governance Principles)

Globalna načela upravljanja (engl. Global Governance Principles)<sup>1478</sup> također su soft law instrument koji predstavlja standard za dobro upravljanje društvima u cilju odgovornog upravljanja.<sup>1479</sup> To znači da se primjenjuju na „obje strane trokuta“, i na portfeljna društva općenito i na UAIF. Zajedno čine cjelinu s ICGN Stewardship Principles koji sadrži najbolje prakse za upravljanje, obveze i politike u odnosu na ulagatelje i upravljanje imovinom te predstavlja okvir za primjenu fiducijarne dužnosti upravitelja prema klijentima. Globalna načela upravljanja obuhvaćaju deset načela, među kojima kao najvažnija izdvajamo promoviranje internoga korporativnog upravljanja, razvoj i primjenu upravljačkih politika u odnosu na odgovorne ulagateljske prakse, veću suradnju portfeljnih društava i ulagatelja u cilju poboljšanja suradnje što pridonosi dugoročnijim ciljevima društva, suradnju s dioničarima društva te jačanje dugoročnih ciljeva s ESG čimbenicima, kao i pojačani zahtjev za transparentnosti društva.

#### 4.4.1.2.3. ICGN Vodič o fiducijarnim obvezama ulagatelja (engl. ICGN Guidance on Investor Fiduciary Duties)

---

<sup>1477</sup> Institucionalni ulagatelji moraju djelovati u najboljem interesu klijenata, no primjenom UNPRI načela pri donošenju odluke o ulaganju ulagatelji / vlasnici imovine se mogu bolje poistovjetiti sa zajednicom te dati i veći doprinos široj zajednici. Vidi više: Seen, Myriam, Socially Responsible Investment – ILA- Study Group – Introduction; University of St. Gallen Law School, Law and Economics research Paper Series, No. 2013-19, 2012., str. 1-9., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2245770> (4.7.2020.). Vidi više i: Pollice, Ryan M. D., op. cit., bilj. br. 628., str. 10-46.

<sup>1478</sup> Global Governance Principles - International Corporate Governance Network (ICGN). Sastoji se od deset načela: uprava i odgovornosti uprave, vodstvo i neovisnost, sastav uprave i imenovanje, korporativna kultura, preuzimanje rizika, nagrađivanje, izvještavanje, unutarnja i vanjska revizija, prava dioničara te sastanci dioničara. Kao Aneks priklopljen je ICGN Global Stewardship Principles. Vidi više na: <http://icgn.flpbks.com/icgn-global-governance-principles-2017/> (6.7.2020.).

<sup>1479</sup> Prvotno je korporativno upravljanje u središtu razmatranja imalo unutarnje djelovanje društva, a društveno odgovorno poslovanje odnos društva prema okolišu i sredini gdje društvo obavlja poslovnu djelatnost. S vremenom se društveno odgovorno upravljanje integrira u kodekse korporativnog upravljanja te su vanjska, socijalna pitanja (zaštita radnika, rodna ravnopravnost, okoliš, borba protiv korupcije) postala sastavni dio korporativnog upravljanja. Ono na čemu se temelji društveno odgovorno upravljanje jest načelo transparentnosti, samoregulacije i dobrovoljnosti. Vidi više: Szabó, Dániel, Gergely, Disclosure of Material CSR Information in the Periodic Reports – Comparison of the Mandatory CSR Disclosure Systems for Listed Companies in the EU and the US, 2011., Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-20, dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1927232> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1927232> (12.11.2023.).

Direktiva o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara koja zahtijeva obveznu objavu upravljačkih politika upravitelja imovinom podloga je za donošenja ICGN Vodiča o fiducijarnim obvezama ulagatelja (engl. ICGN Guidance on Investor Fiduciary Duties)<sup>1480</sup> kao regulatorne dopune za konkretizaciju fiducijarnih obveza iz čega je razvidno da je i „ova strana trokuta“ UAIF-a, bogato regulirana kada su u pitanju i hard law instrumenti i soft law instrumenti.

Načela koja opisuju osnovne dužnosti fiducijara koja će biti u središtu razmatranja su dužna pažnja i razboritost – lojalnost, odnos upravitelja i ulagatelja, fiducijarna dužnost i sistemski rizik, fiducijarna dužnost i vremenski horizont ulaganja, fiducijarna dužnost i ESG čimbenici i izvještavanje. Prvo načelo opisuje osnovnu dužnost fiducijara, kao dužne pažnje i razboritosti, lojalnosti - upravitelj služi interesima ulagatelja te preventivnog nečinjenja štete, nepristranosti, optimalno upravljanje diverzifikacijom portfelja, uključivanja samo stvarnih troškova, dužnost konzultacija s klijentima i ostalim dionicima i usklađivanja sa zakonskim propisima. Drugo se načelo odnosi na odnos upravitelja i klijenta, pritom naglašavajući da se odgovornost ne može prenijeti s upravitelja na ulagatelja. Među njima treba postojati pisani nalog koji sadrži prava i obveze jedne i druge strane, dok ponašanje u najboljem interesu ulagatelja ne može biti zadovoljeno ako se ulagatelja ne informira o riziku ili investicijskim strategijama, jer ulagatelj mora razumjeti koji rizik nosi za njega takvo ulaganje. Vodič analizira međuodnose fiducijarne dužnosti u odnosu na neka posebna pitanja, npr. fiducijarna dužnost i sistemski rizik, koji se ne smije zanemariti, posebno naglašavajući da mnogo malih kratkoročnih ulaganja može potencijalno ugroziti financijska tržišta, pa i pridonjeti sistemskom riziku. Stoga je potrebno da UAIF objavi u svojim politikama kako se taj rizik prevenira i nadzire te u njega ugradi ESG čimbenke. Fiducijarna dužnost i vremenski horizont ulaganja, osnovni je ključ odgovornog ulaganja za stvaranje dugoročne vrijednosti kao održive vrijednosti, a koja se definira kao „vrijednost / razvoj koji zadovoljava kriterije sadašnjosti, ali bez da šteti budućnosti“.<sup>1481</sup> Fiducijarna dužnost i ESG čimbenici, iako se do sada fiducijarna dužnost usredotočila na mjerenje dobiti (samo u financijskom smislu) za ulagatelja, sada pri donošenju upravljačkih odluka treba uvrstiti ESG čimbenike.<sup>1482</sup> Fiducijarna dužnost u investicijskom lancu, ovisi ponajprije o zakonodavstvu države članice u kojoj fiducijar obavlja svoju djelatnost, te se

---

<sup>1480</sup> ICGN Guidance on Investor Fiduciary Duties; 2018., dostupno na: <https://www.icgn.org/sites/default/files/ICGN%20Guidance%20on%20Investor%20Fiduciary%20Duties.pdf>, str. 1- 15. (u daljnjem tekstu: ICGN Vodič) (7.1.2022.).

<sup>1481</sup> ICGN Vodič, str. 11-12.

<sup>1482</sup> ICGN Vodič, str. 14.

ukazuje na potrebu usklađenja ponašanja i ispunjavanja obveza u skladu s postojećom regulativom.<sup>1483</sup> Izvještavanje treba biti transparentno, jednostavno i razumljivo, periodično te izrađeno po standardima a s ciljem upoznavanja ulagatelja s rezultatima ulaganja, te s mogućnosti procjene jesu li se ostvarila očekivanja, a ako nisu, koji su to razlozi zbog kojih nisu.<sup>1484</sup> iz sadržaja ICGN Vodiča Razvidno je da fiducijarna dužnost upravitelja svakim danom obuhvaća više standarde u skladu s vremenom u kojem živimo. S druge strane, povjerenički odnos između ulagatelja i UAIF-a ostaje i dalje stalnost na kojoj počiva cijeli koncept fondovske industrije. Povjerenički odnos svakim novim soft low instrumentom zadobiva zahtjev za višim stupanjem pažnje – poštuju li ga upravitelji i ulagatelji, procijenjivat će se pri odabiru hoće li ulagatelji povjeriti UAIF-usvoj kapital, na temelju njegove reputacije i poslovnih rezultata.

#### 4.4.1.2.4. The UK Stewardship Code 2020

Cilj je The UK Stewardship Code 2020,<sup>1485</sup> bio izgraditi „kritičnu masu ulagatelja“ koji su voljni aktivno izvršavati svoje korporativne dužnosti u trgovačkim društvima čiji su dionici,<sup>1486</sup> te time povećati svoju kvalitativnu i kvantitativnu uključenost u rad društva. Novim Stewardship Code iz 2020<sup>1487</sup> adresiranim prema upraviteljima imovinom i investicijskim društvima izražena su nova očekivanja o načinima ulaganja i upravljanju imovinom u koja su integrirana ESG pitanja te se njime jasno izražava stav da se od upravitelja i ulagatelja očekuje aktivno uključivanje u portfeljna društva u koja ulažu. Kodeks obuhvaća skup načela koja predstavljaju više standarde obveza upravitelja imovinom od onih propisanih kroz zakonodavni okvir. U nastavku će se rada izdvojiti najvažnija načela kao svojevrsan state of the art u fondovskoj industriji za upravitelje imovinom i investicijska društva.

Pod načelom The Stewardship Codea svrha i upravljanje (engl. purpose and governance), ističe se da vizija i misija društva omogućuje upravljanje društvom koje ostvaruje dugoročnu

---

<sup>1483</sup> ICGN Vodič, str. 15-16.

<sup>1484</sup> ICGN Vodič, str. 17.-18.

<sup>1485</sup> The UK Stewardship Code 2020 koji je stupio na snagu 1.1.2020. (izmijenio je dotadašnji donesen 2010. godine), dostupno na: [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk) (2.7.2020.).

<sup>1486</sup> Zauzeto je stajalište da je trgovačko društvo živi organizam te da mora biti osjetljivo i socijalno odgovorno. Institucionalni ulagatelji su imali zadaću praćenje i nadzor uprave društava, no nakon posljednje financijske krize, bili su naveliko kritizirani da ne samo da nisu pratili i nadzirali uprave društava, već da su se i usmjerili ka kratkoročnim ciljevima i time unazadili portfeljna društva. *Stewardship Code* stremi postizanju dugoročnih ciljeva portfeljnih društava, na način da profitira i cjelokupna ekonomija. Vidi više: Roberts, David William, op. cit., bilj. br. 1097., str. 543.

<sup>1487</sup> Biti potpisnikom The Stewardship Code 2020 standard je koji se očekuje od upravitelja imovine i investicijskih savjetnika na tržištu UK-a. Vidi više: UNEP FINANCE INICIATIVE- Report Fiduciary duty in the 21st century, 2019., str. 51-58., dostupno na: <https://www.unepfi.org/investment/fiduciary-duty> (6.7.2020.).



vrijednost za ulagatelje, za održivi razvoj u ekonomiji, okoliš i društvo. U tom su načelu utemeljena načela svrsishodnog poslovanja (engl. *purposeful business*)<sup>1488</sup> te u skladu s tim potpisnici moraju sjediniti interese društva s korporativnom strukturom te mjerama uspješnosti. Sukobe interesa (engl. *conflict of interest*) treba rješavati na način da primat imaju najbolji interes ulagatelja i koristi za njih. Ističe se da sukob interesa može proisteći iz korporativne strukture, odnosa između ulagatelja i upravitelja, razlike između upravljačkih politika uprave i ulagatelja te različitih interesa dionika, stoga su upravitelji dužni objasniti kako se primjenjuje politika upravljanja sukobom interesa. Nadzor (engl. *monitoring*) - potpisnici (upravitelji imovine i investicijski savjetnici) moraju identificirati i odgovoriti na izazove tržišnog<sup>1489</sup> i sistemskog rizika. Nalaže se potreba da upravitelji obrazlože način na koji se preispituju politike i osiguravaju da one omogućuju učinkovito upravljanje, kroz koje interne kontrole te kako se osigurava da je upravljački izvještaj sastavljen na način da je fer, uravnotežen i razumljiv. Pod pristupom ulagateljima (engl. *investment approach*), ističe se da upravitelji imovinom moraju uzimati u obzir ulagateljski cilj kao i potrebe ulagatelja te ga pravodobno obavještavati o rezultatima svog upravljanja. Ulagateljima su dužni pružiti informacije o strukturi fonda i njegovih ulagatelja, njihovu zemljopisnom podrijetlu te investicijskom horizontu za koji smatraju da će najbolje ispuniti očekivanja ulagatelja. Politike sudjelovanja (engl. *Voting*) - upravitelji su dužni objasniti na koji su način pri donošenju odluke o ulaganju uzeli u obzir interese i potrebe ulagatelja, osobito u odnosu na metode koje su koristili pri razumijevanju interesa ulagatelja, ili gdje ih nisu uzimali u obzir, objasniti zašto to nisu učinili u skladu s načelom *apply and explain*.<sup>1490</sup> Potpisnici će u svoje upravljačke politike integrirati važna okolišna, socijalna i upravljačka pitanja i klimatske promjene kako bi ispunili svoje obveze. To

---

<sup>1488</sup> Vidi više u poglavlju: 4.4.1. Promjena paradigme korporativnog upravljanja, str. 265. i dalje.

<sup>1489</sup> *Market-wide risks* su oni koji vode financijskom gubitku ili mogu utjecati na cijelo tržište, npr. promjenom kamatnih stopa, geopolitički, pitanjima te pitanjima valutnih tečajeva, dok se *systemic risks* objašnjava kao onaj koji može dovesti do kolapsa cijele industrije, financijskih tržišta ili ekonomije (The Stewardship Code 2020, str. 11.).

<sup>1490</sup> Načelo *comply or explain* zahtijeva da društvo, subjekt kodeksa, objasni primjenjuje li pojedine odredbe kodeksa ili ako ih ne primjenjuje ili primjenjuje na neki alternativan način – da to javno obznani. Ono se često kritizira kao nedostatan transparentno, jer ako se društvo ne uskladi ili ne primjenjuje načela kodeksa – društva ne obrazlažu dostatno zbog čega to čine, a što slabi efektivnost načela. Kao modifikacija *comply or explain* javlja se načelo *apply and explain* koje zahtijeva da društvo prihvati i uskladi se s duhom kodeksa, a ako to ne ispoštuje, da to detaljnije obrazloži. Ono podrazumijeva da se kodeks primjenjuje, ali da se on na određeni način može izmijeniti (ali u duhu kodeksa), onako kako je najpovoljnije za društvo u doseganju zadanih ciljeva. Dok prvo načelo u središtu razmatranja ima kontrolu uprave društva i njihovu odgovornost u odnosu na interese dioničara, načelo *apply and explain* zastupa drukčiju paradigmu, kojom uprava društva mora voditi računa o interesima šire grupe dionika društva. Vidi više: Asplund, Aino, Lost in Accountability. 'Comply or Explain', 'Apply or Explain' and 'Apply and Explain' in a test: The Barriers to Company Benefit? (September 18, 2020), University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2020-24, International and Comparative Corporate Law Journal, vol. 13, br. 3(2019), dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3695010> (6.11.2023.).

učiniti na način da će javno obznaniti pitanja kojima su se ponajprije rukovodili pri donošenju odluka, ulaganja ili nadzora ulaganja, a koja uključuju ESG čimbenike. Tako sudjelovanjem (engl. Engagement) potpisnici moraju objasniti na koji način sudjeluju i nadziru provođenje odluka kako bi osigurali da se primijenjuju na odgovarajući način. Prikazom suradnje s izdavateljima / portfeljnim društvima u svrhu poboljšanja/povećanja njihove imovine moraju pojasniti kako surađuju s članovima uprave portfeljnih društava i upravljačkim timovima, razmatraju li ključna pitanja za društvo te savjetuju li se s konzultantima. Upravitelji su dužni izvijestiti ulagatelje kako su primijenili te smjernice u proteklih dvanaest mjeseci, odnosno jesu li ih primjenjivali, a ako jesu, koji su rezultat postigli. Dužni su objaviti i na koje su se sve druge načine angažirali radi postizanja ciljeva s drugim ulagateljima ili izdavateljima, ali i drugim dionicima u postizanju točno određenih ciljeva. Izvještavanjem (engl. exercising rights and responsibilities) upravitelji će aktivno izvršavati svoja prava i obveze na način da redovito izvještavaju o načinu kako su postupali pri ulaganju i koji su pristup zauzeli pri donošenju odluke o tome, izvijestit će o politikama sudjelovanja te strategijama za ublažavanje rizika empty votinga<sup>1491</sup> te su dužni izvijestiti društva koja su uvrštena na burzu o rezultatima takvih politika u proteklih dvanaest mjeseci.

The Stewardship Codu se pristupa na dobrovoljnoj bazi, a upravitelji imovinom i investicijska društva koja mu pristupaju su obvezatno dostavljati godišnji izvještaj po načelu apply and explain. Pritom moraju obrazložiti način na koji su UAIF-ovi primjenjivali načela iz The Stewardship Code u proteklih dvanaest mjeseci, kako im je primjena tih načela omogućila da dosegnu postavljene ciljeve, da o tome proaktivno izvijeste ulagatelje te dokažu usklađenost s načelima i zakonom (viši standard).<sup>1492</sup> Izvještaj mora biti potpisati uprave i nakon dostave Financial Reporting Councila<sup>1493</sup> biva objavljen i javno dostupan.

Njime se ne propisuju iste obveze za sve, već se društvima omogućuje da ispune očekivanja na način koji je prihvatljiv za njihov poslovni model i strategije, tzv. principle-based pristup. ESG čimbenike, pitanja su koja su upravitelji zajedno s ulagateljima dužni razmotriti pri donošenju odluke u odgovornom ulaganju, ali i voditi računa o njima tijekom cijele transakcije. U

---

<sup>1491</sup> Više o *empty-votingu* vidi str. 213-215.

<sup>1492</sup> Pristupom „apply and explain“ postiže se dvostruki učinak, s jedne su strane dioničari i ostali dionici društva više upoznati s postupcima uprave društva, a s druge regulator lakše nadzire usklađenost poslovanja. Vidi više: Manasvri, Anda, „Apply and Explain“ – An Alternative Model of Corporate Governance, dostupno na: <https://indiakorplaw.in/2020/02/apply-and-explain-an-alternative-model-of-corporate-governance.html> (7.1.2022.).

<sup>1493</sup> Financial Reporting Council (u daljnjem tekstu: FRC) tijelo je koje je zaduženo za financijsko izvještavanje u UK-u. Vidi više na: [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk) (12.7.2020.).

Stewardship Codeu ističe se da pri primjeni načela navedenih u kodeksu potpisnici trebaju razmotriti primjenu UK Corporate Governance Codea i ostalih kodeksa korporativnog upravljanja, dužnosti direktora, kapitalnu strukturu, rizike, strategiju i izvedbu, različitost, nagrađivanje i interese radnika, revizorska izvještaje, ESG te usklađenost s ugovorima i sporazumima. Veliki je naglasak stavljen na uključivanje ulagatelja u procesu donošenja odluke o ulaganju te nužnosti vođenja računa o pravima i interesima ostalih dionika procesa u cilju postizanja stvarnoga cilja ulagatelja. Time su postavljeni vrlo visoki standardi za poštovanje fiducijarnih dužnosti upravitelja, u skladu s potrebama suvremenog doba.

Iz prethodnog kronološkog prikaza razvoja soft law sustava i njegovih alata, razvidno je da fondovska industrija kroči naprijed u skladu sa suvremenim potrebama razvoja društvene zajednice, brže se prilagođava svakodnevnim potrebama društva i potrebama financijske industrije. On je stoga vrlo važan alat u jačanju svijesti o odgovornom ulaganju te dobar instrument za sprječavanje sukoba interesa. Budući da primjena soft law alata počiva na dobrovoljnoj bazi, a utječe na reputaciju fonda, što su ulagatelji prepoznali, UAIF su ih skloniji puno brže prihvatiti i uključiti u svoja pravila ponašanja. Pritom je bitno uzeti u obzir i povjerenički odnos između upravitelja i ulagatelja u fond, u kojem UAIF zastupa ulagatelje vodeći računa isključivo o interesima ulagatelja u AIF i AIF-a kojim upravlja. Takav odnos vuče pak svoje korijene iz fiducijarnih dužnosti upravitelja koji se ne mogu svrstati pod jednoznačne obveze i okvire, oni se razvijaju kako se razvija industrija i potrebe na tržištu kapitala. Stoga je mišljenje autorice, da se pravnim mehanizmima soft lawa mogu puno brže primjenom dobre prakse u postupanju UAIF-a koje postaju standardi ponašanja i prepoznati su na tržištu. S druge strane, pravni okvir treba biti postavljen zakonodavac, a što i jest kroz AIFMD-a. No, ne treba i zaboraviti da su AIF-i i ulagatelji u portfeljno društvo, oni ga opskrbljuju s kapitalom, no na portfeljnom društvu stoji konačna odluka hoće li prihvatiti kratkoročno rješenje ili će gledati dugoročni interes.

#### 4.4.2.2. Zakonodavni okvir koncepta održivosti

Razvoj alata soft law katkad je prethodnica, katkad dogradnja alata hard law. Ta su dva alata u konstantnoj međugri, pokušavajući utvrditi pravne standarde ponašanja kroz pozitivne i autonomne propise. Fondovska industrija inicira neka rješenja pokušavajući nametnuti prevagu načina ponašanja za koji ona smatra da je za industriju najprihvatljiviji, dok zakonodavac smjera postaviti okvire ponašanja kako bi zaštitio sve subjekte tržišta kapitala i integritet samog tržišta. Sustav soft law može više ciljano odgovoriti na potrebe adresata, ali on ipak ostaje u

okvirima dobrovoljnosti. Zakonodavac je s druge strane, načela koja su se iskristalizirala i prihvaćena u praksi, pa i postavljena kao standard u fondovskoj industriji, regulatorno objedinio i primjenom kroz propise.

U odnosu na donošenje odgovorne odluke o ulaganju radi provođenja europskoga zelenog plana, o prvom klimatski neutralnom kontinentu koji u središtu razmatranja ima očuvanje okoliša te preusmjerenje tokova kapitala prema održivim ulaganjima, radi postizanja održivog i uključivog rasta, Europski parlament usvojio je Uredbu o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja (u daljnjem tekstu: Uredba o taksonomiji)<sup>1494</sup> i Uredbu (EU) 2019/2088 o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (u daljnjem tekstu: Uredba SFDR).<sup>1495</sup> Tim je uredbama zakonodavac raspisao nova pravila transparentnosti u odnosu na UAIF (ali i portfeljna društva - izdavatelje), dok je Direktivom (EU) 2022/2464 u pogledu korporativnog izvještavanja o održivosti (u daljnjem tekstu: CSDR),<sup>1496</sup> uspostavljen jednoobrazni način izvještavanja povezan s ESG čimbenicima i usklađenosti trgovačkih društava s njima, a kako bi ulagatelji mogli donijeti informiranu i odgovornu odluku o ulaganju. Zahtjev za ispunjavanjem fiducijarne dužnosti upravitelja imovinom, opet je podignut na višu razinu, ali zahtjev se proteže i na uprave velikih, malih i srednjih trgovačkih društava izdavatelja.<sup>1497</sup> To znači da su time obuhvaćene obje ove strane našeg trokuta (ulagatelji / UAIF i portfeljna društva), a što je predmet narednih izlaganja i analize.

#### 4.4.2.2.1. Uredba o taksonomiji

Uredbom o taksonomiji definiraju se kriteriji kojima se utvrđuje smatra li se gospodarska djelatnost okolišno održivom, kako bi se utvrdio „stupanj“ okolišne održivosti ulaganja. Uredba se primjenjuje na mjere koje donose države članice ili Unija, za utvrđivanje zahtjeva za

---

<sup>1494</sup> Uredba (EU) 2020/852 Europskog parlamenta i Vijeća od 18. lipnja 2020. o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088 (Tekst značajan za EGP), SL L 198, 22.6.2020. (u daljnjem tekstu: Uredba o taksonomiji).

<sup>1495</sup> Uredba (EU) 2019/2088 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenog 2019. o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (Tekst značajan za EGP), SL L 137, 9.12.2019. (u daljnjem tekstu: SFDR Uredba).

<sup>1496</sup> Direktiva (EU) 2022/2464 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. prosinca 2022. o izmjeni Uredbe (EU) br. 537/2014, Direktive 2004/109/EZ, Direktive 2006/43/EZ i Direktive 2013/34/EU u pogledu korporativnog izvještavanja o održivosti, SL 322/15 od 16.12.2022. godine (u daljnjem tekstu: CSDR).

<sup>1497</sup> Obveza se nameće svim velikim poduzetnicima koji zadovoljavaju dva od tri kriterija: ili prosječan broj zaposlenih više od 250, više od 40 milijuna neto prihoda godišnje ili više od 20 milijuna EUR-a bilance (započinju s izvještavanjem 2025. za financijsku 2024.) te svim poduzetnicima čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište EU-a, uključujući male i srednje poduzetnike (osim mikro društava), članak 1. točka 3. Direktive u pogledu korporativnog izvještavanja o održivosti.

sudionike na financijskim tržištima<sup>1498</sup> u koje spada i UAIF ili izdavatelje u pogledu financijskih proizvoda ili korporativnih obveznica koji se stavljaju na raspolaganje kao okolišno održivi.<sup>1499</sup> Ovom je uredbom zakonodavac nastojao uskladiti raznolikosti u nacionalnim zakonodavstvima kako bi se otklonio rizik od manipulativnoga zelenog marketinga (engl. Greenwashing),<sup>1500</sup> olakšalo gospodarskim subjektima da prekogranično prikupljaju sredstva za okolišno održive djelatnosti i promiču ravnopravne uvjete za sve sudionike na tržištu te smanjio troškove prekograničnih ulaganja. Uredbom se utvrđuje stupanj okolišne održivosti ulaganja i to utvrđivanjem kriterija, koja takva ulaganja moraju ispuniti, a kako bi se spriječila pojava različitih nacionalnih pristupa. Stoga UAIF, ali i portfeljna društva – izdavatelji, koji nude financijske proizvode kao okolišno održiva ulaganja moraju pojasniti ulagateljima zašto se ti proizvodi mogu smatrati okolišno održivima. Uredba određuje šest okolišnih ciljeva iz područja zaštite okoliša koji obuhvaćaju ublažavanje klimatskih promjena, prilagodbu klimatskim promjenama, održivo korištenje i zaštitu voda i morskih resursa, prijelaz na kružno gospodarstvo,<sup>1501</sup> prevenciju i kontrolu zagađenja, kao i zaštitu i obnovu biološke raznolikosti i ekosustava. Time je definirana „ekološki održivo ulaganje“.<sup>1502</sup> O važnosti i opsegu takvih budućih ulaganja upućuje činjenica da je utvrđeno da 40 % ulaganja<sup>1503</sup> u infrastrukturne i inovacijske projekte u okviru Europskog fonda za strateška ulaganja treba biti povezano s klimom, pa zajednički kriteriji za utvrđivanje smatra li se gospodarska djelatnost održivom, uključujući učinak na okoliš, mogu biti ključni za pokretanje ulaganja.

---

<sup>1498</sup> Članak 1. stavak 2. točka b Uredbe o taksonomiji, dok članak 2. stavak 1. točka 2. Uredbe o taksonomiji određuje da je sudionik na financijskim tržištu u skladu s SFDR Uredbom, članak 2. stavak 1. točka (e), upravitelj alternativnih investicijskih fondova (UAIF).

<sup>1499</sup> To su velika poduzeća koja su subjekti od javnog interesa i koja na datum bilance premašuju kriterij prosječnog broja od 500 zaposlenika tijekom financijske godine te subjekti od javnog interesa matične grupe (članak 1. stavak 1. točka c Uredbe o taksonomiji s pozivanjem na članak 19.a i 29.a Direktive 2013/34/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o godišnjim financijskim izvještajima, konsolidiranim financijskim izvještajima i povezanim izvještajima za određene vrste poduzeća, o izmjeni Direktive 2006/43/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i o stavljanju izvan snage direktiva Vijeća 78/660/EEZ i 83/349/EE, SL L 334, 21.11.2014.).

<sup>1500</sup> *Greenwashing* – manipulativni zeleni marketing odnosi se na praksu stjecanja nepoštene konkurentske prednosti stavljanjem na tržište financijskog proizvoda kao okolišno prihvatljivog, iako zapravo okolišni standardi nisu ispunjeni (točka 11. preambule Uredbe o taksonomiji).

<sup>1501</sup> „Kružno gospodarstvo znači gospodarski sustav prema kojem se vrijednosti proizvoda, materijala i drugih resursa u gospodarstvu održavaju što je dulje moguće, poboljšavanjem njihove učinkovite uporabe u proizvodnji i potrošnji, čime se smanjuje učinak njihove uporabe na okoliš, smanjuju količine otpada i ispuštanje opasnih tvari u svim etapama njihova životnog ciklusa, među ostalim primjenom hijerarhije otpada“ (članak 2. stavak 1. točka 9. Uredbe o taksonomiji).

<sup>1502</sup> Sikora, Alicja, European Green Deal – legal and financial challenges of the climate change, ERA Forum 21, 2021., str. 681-697., dostupno na: <https://doi.org/10.1007/s12027-020-00637-3> (17.5.2021.).

<sup>1503</sup> Točka 17. Uredbe o taksonomiji.

Kako se ne bi narušili interesi ulagatelja, UAIF i izdavatelji koji stavljaju na raspolaganje financijske proizvode dužni su objaviti na koji način i u kojoj mjeri rabe kriterije za okolišno održive gospodarske djelatnosti u svrhu određivanja okolišne održivosti svojih ulaganja. U svrhu postizanja toga cilja, UAIF-ovi moraju u objavljenim informacijama omogućiti ulagateljima da utvrde, u kojoj su mjeri ulaganja na kojima se temelji financijski proizvod, ulaganja u gospodarske djelatnosti koje se smatraju okolišno održivima.<sup>1504</sup> To su ona ulaganja čiji štetni učinak na okoliš ne premašuje koristi, što se opisuje kao „načelo nečinjenja bitne štete“.<sup>1505</sup> Stoga bi u objavljenim informacijama trebao biti istaknut određeni okolišni cilj kojim se pridonosi ulaganjima.<sup>1506</sup> Ovom se uredbom detaljnije razrađuje obveza UAIF-u, koja je uvedena Direktivom o poticanju dugoročnoga sudjelovanja dioničara, da pri donošenju investicijskih ciljeva i strategija uvrsti ESG čimbenike, o njima vodi računa te ih objavi u politici sudjelovanja.<sup>1507</sup> Time ulagatelji postaju dionici ulagateljskog procesa već pri samom donošenju odluke o odgovornom ulaganju, a portfeljno društvo i njegovi članovi će na vrijeme moći prepoznati ciljeve UAIF-a, jesu li oni dugoročni ili kratkoročni te odgovaraju li viziji i misiji portfeljnog društva.

Razvidno je da Uredba o taksonomiji uvodi još jednu obvezu za UAIF, ali i za određena društva izdavatelje u pogledu transparentnosti prema ulagateljima. Name, ako nude financijske proizvode moraju pojasniti zašto se ona smatraju ekološki održivim ulaganjima te na koji način i u kojoj mjeri rabe kriterije za određivanje okolišne održivosti svojih ulaganja kako bi staknuli cilj kojim se tome pridonosi.

#### 4.4.2.2.2. Uredba SFDR

Cilj je Uredbe SFDR olakšati obavljanje djelatnosti između sudionika na financijskom tržištu i UAIF-ova koji upravljaju, ili nude AIF-ove, te osigurati ujednačavanje zaštite krajnjih ulagatelja, odnosno olakšati im uporabu financijskih proizvoda, a istodobno propisati pravila kojima im se omogućuje donošenje informiranih odluka o ulaganju.<sup>1508</sup> Njome se nastoji smanjiti asimetrija informacija u odnosu nalogoprimca i nalogodavca (u našem slučaju UAIF-

---

<sup>1504</sup> Članak 5. Uredbe o taksonomiji.

<sup>1505</sup> Države članice primjenjuju kriterije kako bi utvrdile može li se gospodarska djelatnost smatrati okolišno održivom za potrebe bilo koje mjere, kojom se propisuju zahtjevi za sudionike na financijskim tržištima ili izdavatelja u pogledu financijskih proizvoda ili korporativnih obveznica koji se stavljaju na raspolaganje kao okolišno održivi (članak 4. Uredbe o taksonomiji).

<sup>1506</sup> ESMA je objavila konzultacijski dokument o prijedlogu Regulatornih tehničkih standarda. Vidi više str. 295.

<sup>1507</sup> Vidi više u poglavlju: 3.2.7.3.1.1. Transparentnost politike sudjelovanja, str. br. 225. i dalje.

<sup>1508</sup> Preambula - točka 4. Uredbe SFDR-a.

a i AIF-a) tako što se od UAIF-a zahtijevaju predugovorne<sup>1509</sup> i redovite objave ulagateljima u pogledu održivog ulaganja<sup>1510</sup> i uključivanja rizika održivosti u donošenje odluke o ulaganju,<sup>1511</sup> uzimanja u obzir štetnih učinaka na čimbenike održivosti – rukovodeći se načelom „nečinjenja bitne štete“, promicanja okolišnih ili socijalnih obilježja i održivog ulaganja.<sup>1512</sup> Dakle, načelo je isto, kao i kod trgovačkih društava, samo se njegova primjena odnosi na onu stranu odnosa koja određuje pojašnjenje fiducijarne obveze UAIF-a prema ulagateljima, i opet u skladu s pojačanim zahtjevima za provođenjem društveno odgovornih odluka na načelima odgovornih odluka o ulaganju temeljenih na održivom razvoju portfeljnog društva i svrsishodnog poslovanja. Ona naglašava zahtjev djelovanja sudionika na financijskom tržištu UAIF-a, u najboljem interesu ulagatelja, uključujući i zahtjev za provođenje dužne pažnje, u koji bi trebali uključiti ne samo financijske rizike, već i sve relevantne rizike održivosti,<sup>1513</sup> a koji bi mogli negativno utjecati na financijski povrat ulaganja. Rukovodeći se načelom dužne pažnje, UAIF mora između ostalog u svoje procese ugraditi i postupke za uzimanje u obzir glavnih štetnih učinaka uz relevantne financijske rizike i rizike održivosti, opisati način kako UAIF ispunjava svoje odgovornosti povezane s upravljanjem u području održivosti ili druge obveze prema dioničarima, uz isticanje glavnih štetnih učinaka. Glavne štetne učinke treba tumačiti, kao učinke odluka i savjeta o ulaganju koji rezultiraju negativnim učincima na čimbenike održivosti.<sup>1514</sup> Pri procjenjivanju i postupanju s dužnom pažnjom UAIF se mora rukovoditi smjernicama o postupanju s dužnom pažnjom za odgovorno poslovno ulaganje koje podupiru Ujedinjeni narodi.<sup>1515</sup> Iz toga je vidljiva i metoda povratne sprege koju soft law vrši

---

<sup>1509</sup> Članak 6., 8. i 9. Uredbe SFDR-a.

<sup>1510</sup> Održivo ulaganje znači ulaganje u gospodarsku aktivnost koja pridonosi ostvarenju okolišnih ili socijalnih ciljeva, uz uvjet da se takvim ulaganjima ne nanosi bitna šteta bilo kojim od tih ciljeva i da društva u koja se ulaže slijede prakse dobrog upravljanja, a osobito u pogledu dobrih upravljačkih struktura, odnosa sa zaposlenicima, isplaćivanjem naknada za osoblje i izvršavanjem poreznih obveza (članak 2. točka 12. Uredbe SFDR-a).

<sup>1511</sup> Članak 11. Uredbe SFDR-a.

<sup>1512</sup> Preambula – točka 11. Uredbe SFDR-a.

<sup>1513</sup> Rizik održivosti znači okolišni, socijalni ili upravljački događaj ili uvjet, koji bi, ako do njega dođe mogao prouzročiti negativan bitan učinak na vrijednost ulaganja (točka 14. Uredbe SFDR-a).

<sup>1514</sup> Točka 20. Uredbe SFDR-a.

<sup>1515</sup> Točka 18. Uredbe SFDR-a.

na zakonodavca.<sup>1516</sup> Delegiranom Uredbom Komisije (EU) 2021/1255<sup>1517</sup> propisano je da UAIF mora uzeti u obzir glavne štetne učinke odluka o ulaganju na čimbenike održivosti te objaviti kao se oni vrednuju u politikama dužne pažnje, te čimbenike održivosti uvrstiti u politike sukoba interesa. Radi jednoznačne primjene, zakonodavac treba de lege ferenda, utvrditi metodologiju po kojoj UAIF vrednuje rizike održivosti (svi UAIF- jednoznačno) pri donošenju odluka o odgovornom ulaganju. Mnogi su upravitelji imovinom dobrovoljno uvrstili ESG kao integralni dio svojih investicijskih politika i donošenja odluka o ulaganju,<sup>1518</sup> iako se većinom radilo o manjim fondovima koji su očekivali da će im to pridonijeti podizanju reputacije, no mogu se pronaći i primjeri i velikih fondova.<sup>1519</sup>

Uredbom SFDR-a uvodi se obveza predugovorne i redovite objave ulagateljima u pogledu održivog ulaganja. Ona naglašava dužnost djelovanja UAIF-a u isključivom interesu ulagatelja u AIF i to dužnom pažnjom. Pritom bi pri donošenju odluke o ulaganju UAIF morao uz financijske rizike uzeti u obzir i rizike održivosti (nefinancijske rizike),<sup>1520</sup> istaknuvši glavne štetne učinke. S obzirom na to da se time i opet podiže ljestvica gleda standarda postupanja i fiducijarne odgovornosti UAIF-a u odnosu na ulagatelje, Uredba SFDR se poziva i na primjenu dobrih praksi kojima se detaljnije razrađuju standardi postupanja UAIF-a. Razvidno je da je fiducijarna obveza naišla na svoju modernizaciju i konkretizaciju upravo u području održivosti i okolišne održivosti. S druge strane, zakonodavac nije imao snage otići korak dalje i propisati detaljnije, već se pozvao na soft law, pa će se i postupanja dobrih praksi, kada se one ustale i

---

<sup>1516</sup> O važnosti održivih / odgovornih ulaganja, a u cilju ujednačavanja regulatornih pristupa diljem država članica EU-a oglasio se i IOSCO ističući kako financijsko obrazovanje ulagatelja ima veliku ulogu u poticanju održivih ulaganja, uključujući i svijest ulagatelja kako bi mogli prepoznati, tzv. *greenwashing*, razne vrste zavaravajućeg oglašavanja i dezinformacija te objave povezane s istima, a posljedično podržati integriranje održivog ulaganja i financiranja. Zbog toga IOSCO predlaže da regulator jednoobrazno označi proizvode koji se odnose na održivost. IOSCO – Recommendations on Sustainability – Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management, Consultation Report, CR01/21, June 2021. (u daljnjem tekstu: IOSCO - Recommendations on Sustainability) dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD679.pdf> (27.9.2021.),

<sup>1517</sup> Delegirana uredba Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnih investicijskih fondova trebaju uzeti u obzir, SL L 277/11, 2.8.2021. (Uredba AIFM-a, vidi bilj. 665.).

<sup>1518</sup> Već i prije usvajanja Delegirane uredbe Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnih investicijskih fondova trebaju uzeti u obzir (Tekst značajan za EGP) C/2021/2615 OJ L 277, 2.8.2021.

<sup>1519</sup> *BlackRock* je objavio pismo ulagateljima – *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, u kojem opsežno obrazlaže zašto je uvrstio ESG faktore u svoje investicijske politike naglašavajući da je održivost novi standard u investiranju. Dostupno na: [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com) (8.7.2020.). Vidi više i: Kim, Soohun, Yoon Aaron S., *Analyzing Active Managers Commitment to ESG: Evidence from United Nations Principles for Responsible Investment, 2020.*, dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3555984](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3555984) (8.7.2020.).

<sup>1520</sup> Umjesto dosadašnjeg termina „nefinancijske informacije” poželjnije je koristiti pojam „informacije o održivosti” (točka 8. Preambule Direktiva (EU) 2022/2464 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. prosinca 2022. o izmjeni Uredbe (EU) br. 537/2014, Direktive 2004/109/EZ, Direktive 2006/43/EZ i Direktive 2013/34/EU u pogledu korporativnog izvješćivanja o održivosti (u daljnjem tekstu: Direktiva CSR), SL 322/22, 16.12.2022.



fondovska industrija kada ih usvoji, vjerojatno i opet prelići u zakonodavni pravni okvir u skladu s potrebama suvremenog društva.

#### 4.4.2.2.3. Validacija novoga zakonodavnog okvira iz područja „održivosti“

Iz svega navedenog može se zaključiti da je pitanje „održivosti“ ključno za EU te se međusobna igra soft lawa i hard lawa između AIF-a/UAIF-a i portfeljnog društva isprepliće i pretače u neki „prirodni obuhvat“, prožimajući sve etape investicijskog procesa, od prikupljanja kapitala do suživota u portfeljnom društvu, polako zadobivajući završne konture sveobuhvata.

Uredbom SFDR uvodi se obveza predugovorne i redovite objave UAIF-a prema ulagateljima u pogledu održivog ulaganja. Na provedbenoj razini ESMA je radi ujednačene provedbe objavila konzultacijski dokument o prijedlogu Regulatornih tehničkih standarda<sup>1521</sup> na temelju kojeg će UAIF biti obvezan na svojim mrežnim stranicama objaviti informacije o glavnim štetnim učincima koje njegove odluke o ulaganju ili savjeti mogu imati na čimbenike održivosti.<sup>1522</sup> Predviđene su i promjene u organizacijskom obliku UAIF-a na način da se ukljući rizik održivosti kroz politike, procedure i kontrole, uz zahtjev za zapošljavanjem stručnjaka s potrebnim znanjima o integraciji održivih rizika (službenik za rizik održivosti). To nameće nove troškove UAIF-u, preispitivanjem mogu li se održivi rizici predvidjeti kao potencijalni sukob interesa, uvrstiti ih u due dilligence procedure pri novim ulaganjima te razviti strategije kako bi se pri ulaganju u portfeljna društva izbjegao štetan učinak na održivost.<sup>1523</sup> Time se ulagateljima omogućava veća transparentnost i posredno mogućnost utjecaja na društveno odgovorno poslovanje putem poticanja i kontrole UAIF-a u cilju donošenja odgovornih odluka o ulaganju u koje će biti uključeni svi ESG čimbenici. O donesenim odlukama UAIF će morati sastavljati izvještaje, objaviti ih na svojim mrežnim stranicama, upoznati s njima ulagatelje, ali ih i podastrijeti nacionalnim regulatorima, koji će time u konačnici moći potvrditi jesu li UAIF-ovi ispunili svoje regulatorne obveze.<sup>1524</sup> Da bi UAIF dokazao da je djelovao u najboljem

---

<sup>1521</sup> Joint Consultation Paper – ESG Disclosures; Final Report on draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a, Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/208823.4.2020. (u daljnjem tekstu: Jont Consultation Paper ESG), dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/JC\\_2023\\_13\\_-\\_Final\\_report\\_on\\_ESG\\_disclosure\\_for\\_STS\\_securitisations.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/JC_2023_13_-_Final_report_on_ESG_disclosure_for_STS_securitisations.pdf) (20.12.2023.).

<sup>1522</sup> Joint Consultation Paper – ESG predstavlja pravila na koji način takve objave moraju biti pripremljene.

<sup>1523</sup> Joint Consultation Paper – ESG-om se predlaže više kategorija objave od predugovornih informacija do polugodišnjih i godišnjih izvještaja te objava na mrežnim stranicama društva.

<sup>1524</sup> Regulatorni tehnički standardi – ESG nisu još u primjeni. Europske komisija je objavila u studenom 2021. godine kako se odgađju zbog opsežnosti predmetnih RTS-ova i prekratko preostalog vremena za provedbu zakonodavnoga procesa njihova usvajanja u odnosu na prethodno objavljeni datum primjene. Dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com\\_letter\\_to\\_ep\\_and\\_council\\_sfdr\\_rts-j.berrigan.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com_letter_to_ep_and_council_sfdr_rts-j.berrigan.pdf) (7.1.2022.).

interesu ulagatelja, mora to moći argumentirati, a što će postići na način da primijeni sve regulatorne odredbe, ali i nove standarde ponašanja donoseći odgovorne odluke o ulaganjima. Takve je odluke dužan prethodno usuglasiti s ulagateljima, prije donošenja same odluke. UAIF je dužan podastrijeti sve informacije na temelju kojih je donio prijedlog odluke o ulaganju te tako omogućiti ulagateljima sudjelovanje u procesu donošenja odgovorne odluke o ulaganja. Pitanje koje se ovdje nameće je, mogu li ulagatelji s obzirom na pružene informacije zaustaviti donošenje odluke UAIF-a o ulaganju s kojom nisu suglasni? Ona je u skladu s investicijskom strategijom određenom pravilima fonda, ali mišljenje je ulagatelja da ESG ocjena portfeljnog društva nije zadovoljavajuća. Autorica smatra da to nije izvjesno, jer ulagatelji u AIF se ne smiju miješati u operativno vođenje društva AIF-a/UAIF-a, jer to onda nije AIF.<sup>1525</sup> Naime, taj je proces pružanja informacija ulagateljima samo informativan, kako bi mogli donijeti informiranu odluku o ulaganju. Ako se ulagatelji s odlukom UAIF-a ne slažu, mogu prodati svoje udjele (na način i pod uvjetima koji ovise o obliku u kojem je AIF prethodno ustrojen).

Kada UAIF donosi politike sudjelovanja kroz koje je dužan obznaniti svoje investicijske ciljeve i strategiju u njima je prethodno dužan uzeti u obzir sve ESG čimbenike. Naime, UAIF bi trebao objasniti način donošenja odluke o upravljanju imovinom na temelju ocjene srednjoročnih do dugoročnih rezultata trgovačkog društva u koje ulaže iz čega će se vidjeti uzima li UAIF u obzir socijalna, okolišna i upravljačka pitanja. No, nakon što objavi politiku sudjelovanja, tada je već UAIF član portfeljnog društva, što znači da je portfeljno društvo, odnosno njegova uprava, prihvatila investicijske ciljeve AIF-a i ne može se očekivati da će se AIF ponašati kao dioničar društva različito od onoga što je obznanio kroz investicijske ciljeve koje su prihvatili „njegovi“ ulagatelji. Ako je fond osnovan na određeno kraće vrijeme, ne može se očekivati da su mu investicijske strategije dugoročne, ali ako je osnovan na duži period, može primjerice prije „druge runde financiranja“ na temelju ESG ocjene o portfeljnom društvu procijeniti ulaganje održivim i ekonomski isplativim te nastaviti s ulaganjem. No, s druge strane u slučaju loše ESG ocjene može i odustati od daljnjeg ulaganja. Ključni je cilj integracije ESG-a poboljšati karakteristike rizika i povrata portfelja, gdje je ESG sredstvo za postizanje financijskih ciljeva upravljanja portfeljem. Ono može utjecati na profitabilnost s jedne strane i zaštitu od negativnog rizika s druge. Portfeljno društvo s visokom izloženosti ESG riziku mora imati vrlo snažno upravljanje, upravu koja se zna nositi s tim rizicima, na vrijeme ih procijeniti te time prevenirati rizik. VC fond ima isključivo kratkoročne ciljeve, pa ovisno o razvoju novoga proizvoda ili usluge ili ne, nastaviti će se i razvoj ili će doći do „izlaza“ iz ulaganja i likvidacije fonda. S druge

---

<sup>1525</sup> Vidi više o obveznim elementima koje mora imati AIF da bi se smatrao AIF-om, str.br. 42.

strane, PE fond nudi proizvod (kapital) za očuvanje radnih mjesta i nastavak i optimizaciju radnih procesa. Do kada će to nuditi ovisi o tome što je navedeno u njegovoj investicijskoj strategiji. Hoće li to portfeljno društvo prihvatiti ovisi o portfeljnom društvu do koje je mjere društvo spremno preuzeti rizik pri odluci o ulasku PE-a u portfeljno društvo. Ako UAIF imenuje člana uprave UAIF-a u upravu portfeljnog društva ili njegov NO, tada će zajedno (uključivši sve ESG čimbenike) ocijeniti ulaganje u portfeljno društvo, kao isplativo ili rizično (kako je ranije rečeno - neki će se rizik svjesno prihvatiti kako bi se prevenirala veća šteta). Katkad je i kratkoročno ulaganje isplativije za samo portfeljno društva i njegove dioničare/udioničare radi zaštite vjerovnika, dioničara, očuvanja radnih mjesta i svih ostalih dionika društva.

Viši stupanj ispunjavanja fiducijarne dužnosti nisu prepoznali samo upravitelji imovinom, već i uprava portfeljnih društava. To se očituje u promjeni odnosa pri odlučivanju i upravljanju. Širi se koncept fiducijarne dužnosti u donošenju odgovorne / održive odluke o ulaganju i prema onima koji nisu u izravnom odnosu, prema stakeholderima i lancima vrijednosti portfeljnog društva – dobavljačima, i to postaje smisao procjene i strateškog planiranja. Takvu obvezu imaju i uprave portfeljnih društava. Nekadašnja obveza izrade, tzv. nefinancijskih izvještaja kao dijela izvještaju poslovodstava sada je uvedena za velika, mala i srednja društva čiji su vrijednosni papiri uvršteni na službeno tržište, putem CSDR-a,<sup>1526</sup> u izvještaju poslovodstva pod posebnim poglavljem Izvještavanje o održivosti.<sup>1527</sup> Izvještaji će morati biti sastavljeni prema Europskim standardima za izvještavanje o održivosti.<sup>1528</sup> U međuvremenu je Europska komisija usvojila prvi set standarda koji stupaju na snagu 1. siječnja 2024. godine.<sup>1529</sup>

No, zakonodavac ide i korak dalje u zahtjevu za višim stupnjem pažnje članova uprava trgovačkih društava (ujedno i UAIF-a). Da bi uprava ispoštovala dužnu pažnju te društveno odgovorno / održivo upravljala društvom, obvezna je pokrenuti procese i osigurati resurse kako bi ispunila sve regulatorne obveze povezane s ESG-om. Stoga portfeljno društvo i njegove

---

<sup>1526</sup> Vidi bilj. br. 1495.

<sup>1527</sup> Članak 19.a CSDR-a, kojim se propisuje i obvezan sadržaj informacija koje sadrži izvještaj. Članak 29.d CSDR-a određuje da društva koja podliježu obvezi izvještavanja su dužna izraditi izvještaj u elektroničkom formatu.

<sup>1528</sup> Prvi izvještaji o održivosti sastavljeni prema ESRS standardima bit će objavljeni u 2025. za financijsku godinu 2024. Prvi će po europskim standardima za izvještavanja o održivosti izvještavati dosadašnji obveznici CSDR-a, odnosno društva od javnog interesa s preko 500 zaposlenih. Godinu nakon, obveza na snagu stupa za sva velika poduzeća. A od 2028. o održivosti će izvještavati i sva mala i srednja poduzeća, čije su dionice uvrštene na uređeno tržište (članak 19.a CSDR-a).

<sup>1529</sup> Commission delegated regulation (EU) /... supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council as regards sustainability reporting standards, C/2023/5303 final, dostupno na: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=PI\\_COM:C\(2023\)5303](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=PI_COM:C(2023)5303) (21.11.2023.).

uprave prvo moraju utvrditi čimbenike ESG-a po načelu dvostruke materijalnosti, izraditi procjenu rizika te donijeti odluku koje je rizike nemoguće prevenirati ili izbjeći, a koje će društvo prihvatiti jer smatra da se mogu ublažiti ili izbjeći u cijelosti. Portfeljno društvo te rizike mora dokumentirano pratiti i sastaviti izvještaj posloводства o održivim rizicima kao dijela svoga godišnjeg izvještaja o poslovanju društva. S obzirom na novu dužnost uključivanja rizika održivosti,<sup>1530</sup> nužno je zaposliti nove zaposlenike - ESG službenike koji će morati učinkovito pratiti i analizirati ESG čimbenike tijekom cijele poslovne godine. Za to je nužno znanje i vještina različitih struka, te bi trajna funkcija ESG-a, sastavljena od takvih stručnjaka mogla biti primjeren odgovor za učinkovito praćenje integracije održivih rizika, uključujući procjene do krajnjih lanaca vrijednosti. Izvještaj posloводства o održivim rizicima mora potvrditi i ovlašteni revizor. To je zasigurno nova obveza za portfeljno društvo (ne za sva portfeljna društva),<sup>1531</sup> koje stvara portfeljnom društvu novi trošak. No, portfeljna društva će putem takvih izvještaja dobivati ESG ocjenu, a s većom ESG ocjenom portfeljno društvo će moći lakše privući ulagatelje. Time je zakonodavac, ostvarivanje javnopravnog interesa prebacio na privatno pravne subjekte. I ne samo to, time je portfeljno društvo, koje vapi za kapitalom dobilo još jednu obvezu koju mora ispuniti kako bi moglo uopće doći u poziciji da ga potencijalni ulagatelji započnu vrednovati. Nedvojbeno je da će time biti znatno smanjena asimetričnost informacija između potencijalnih ulagatelja i portfeljnog društva. No, ulagatelji/UAIF će na taj način zapravo smanjiti svoj trošak dubinskog snimanja portfeljnog društva, jer će veliku većinu podataka o društvu moći iščitati iz izvještaja o održivom poslovanju, koje će biti ispitati i potvrditi neovisni revizor. Kao što smo već napomenuli, obveza sastavljanja izvještaja ne odnosi se na sva društva, no ako portfeljno društvo i nije obveznik njegova sastavljanja, da bi privukao ulagatelje morat će ga sastaviti kako bi se mogao pozicionirati na tržištu kapitala. S druge strane, obveza se širi i na UAIF, koji pri odlučivanju, odnosno donošenju odluka o odgovornom ulaganju da bi ispunio fiducijarnu dužnost mora zajedno s ulagateljima procijeniti ESG čimbenike potencijalnoga portfeljnog društva koje je objekt ulaganja (što povećava troškove VC/PE koji se onda posredno preljeva na trošak unosa kapitala u portfeljno društvo). Isticanjem ESG čimbenika dolazi do širenja fiducijarne obveze, odnosno dolazi do „prirodnog obuhvata“ interesa portfeljnog društva. Podloga za takvo tumačenje vidljiva je ponajprije kroz (ispočetka parcijalan) pristup, iskazan u propisima AIFMD-a uvođenjem zaštitnih mehanizama pri stjecanju kontrole UAIF-a u neuvrštenim društvima i društvima izdavateljima te uvođenjem

---

<sup>1530</sup> Vidi više u poglavlju: 4.4.2.2.1.1. Uredba o taksonomiji str. 284 i 4.4.2.2.2. Uredba SFDR, str. 286. i dalje.

<sup>1531</sup> Vidi bilj. 1495.

zaštitnih mehanizama propisanih u Direktivi o poticanju dugoročnog sudjelovanja. To su mehanizmi kojima se nastoji prevenirati osiromašivanje portfeljnih društava pri ulasku UAIF-a u njih, prevenirati otpuštanje radnika te izvlačenje imovine iz portfeljnog društva u cilju njegove dugoročne opstojnosti. Trgovačka društva, bila ona portfeljna ili ne, ustrojena su na način da mogu trajati u vremenu. Daljnji zahtjevi koji obvezuju UAIF su uključivanje ESG čimbenika pri donošenju odluke – održive odluke o ulaganju, čime nastaje jedan novi zamah u razvoju. Naznaka takvoga zahtjeva prema UAIF-u vidljiva je u Direktivi o poticanju dugoročnoga sudjelovanja dioničara gdje je iskazan zahtjev prema UAIF-u da kroz politiku sudjelovanja opiše kako donosi odgovorne odluke o ulaganju te na temelju kojih rizika ih procjenjuje. Takvi su zahtjevi, doduše, u puno većem obuhvatu, izričito navedeni u Uredbi o taksonomiji i Uredbi SFDR. UAIF je obvezan ESG faktore uvrstiti već u procesu dubinskog snimanja potencijalnoga portfeljnog društva pri njegovom procjenjivanju, no UAIF ima i dalje diskrecijsko pravo odlučiti o ulaganju. Provodeći cjelokupni postupak analize ulaganja UAIF dokazuje da je izvršio svoju fiducijarnu dužnost koju mu je povjerio ulagatelj i u potpunosti je ispunio te postupio društveno odgovorno uključivši i ESG čimbenike u cilju razvoja vrijednosti/ulaganja koje „zadovoljava kriterije sadašnjosti, ali bez da šteti budućnosti“.

Koristeći se postojećim međunarodnim dobrovoljnim standardima odgovornoga poslovnog ponašanja, sve veći broj društava u EU primjenjuje dužnu pažnju kao alat za utvrđivanje rizika u svojim lancima vrijednosti i bolju otpornost na iznenadne promjene u lancima vrijednosti. No, zakonodavac je zaključio da dobrovoljno djelovanje u području primjene dužne pažnje u odnosu na ESG čimbenike nije dalo očekivane rezultate. To pojašnjava time da nedostaje pravna jasnoća u pogledu obveza korporativne dužne pažnje, složenosti lanaca vrijednosti, tržišnog pritiska, nedostatka informacija i troškova. Stoga je izradio prijedlog Direktive o dužnoj pažnji za održivo poslovanje<sup>1532</sup> (u daljnjem tekstu: Prijedlog CDDD), čime je zaokružio „koncept održivosti“, s namjerom izrade horizontalnog okvira kojim će se poticati društva koja posluju na jedinstvenom tržištu da u vlastitom poslovanju i vlastitim lancima vrijednosti pridonesu boljem sustavu upravljanja ESG čimbenicima te dopuniti regulatorno okružje. Njome se istodobno obuhvaćaju i dužnosti direktora društava te sustavi korporativnog upravljanja radi provedbe dužne pažnje, zbog toga što su nacionalna zakonodavstva država članica EU-a po tom pitanju vrlo različita. To je povezano i s građanskopravnom odgovornošću članova uprave u

---

<sup>1532</sup> Prijedlog Direktive Europskog parlamenta i Vijeća o dužnoj pažnji za održivo poslovanje i izmjeni Direktive (EU) 2019/1937, Bruxelles, 23.22.2022. COM (2022) 71 final (u daljnjem tekstu: Prijedlog CDDD), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022PC0071> (13.11.2023.).

slučaju štete prouzročene u lancu vrijednosti trgovačkih društava. Prijedlog CDDD-a izazvao je dosta kontroverzi. Prema njemu, dužnu pažnju provodi trgovačko društvo na način da: integrira dužnu pažnju u svoje politike (opisom načina na koji to radi dugoročno, usvajanjem kodeksa i opisom postupaka te mjerama za provjeru usklađenosti), utvrđuje stvarne ili potencijalno negativne učinke, spriječava ih ili ublažava, uspostavlja i održava postupke u podnošenju pritužbi, prati djelotvornost politike i javno komunicira o postupanju s dužnom pažnjom. Pri tome je važno istaknuti da Prijedlog CDDD u Prilogu I. i II. pobraja međunarodne konvencije s kojima se društvo mora uskladiti i obuhvatiti ih u svojim aktima, ali i međunarodno priznate ciljeve i zabrane uključene u konvencije o okolišu. Da bi se društvo moglo uskladiti s tom direktivom morat će itekako povećati broj zaposlenika, a što se opravdava i dalje javnopravnim interesom. No, i dalje se postavlja pitanje, ako jedna osoba, koja obnaša funkciju uprave na jednoj strani trokuta (UAIF-a) i na drugoj strani trokuta (portfeljnom društvu), kako će moći izbjeći sukob interesa pri donošenju odgovorne odluke o ulaganju. Naime, uloga uprave s jedne strane trokuta i s druge strane trokuta od te iste osobe zahtijeva drukčiji stupanj pažnje, ali i obvezu prema društvu koje zastupa. Stoga bi se prema toj bi osobi, prema Prijedlogu CDDD-a, potencijalno mogao postaviti i zahtjev za građanskopravnom odgovornošću. Bez obzira na to koliko ta dva pola zakonodavac nastoji približiti, oni su u svom začetku nepomirljivi – zbog interesa koje su dužni zastupati. Ako bi to pokušali do kraja pomiriti, odnosno izjednačiti, u tom bi se slučaju smisao i cilj AIF-ova, kao fondova koji opskrbljuju portfeljna društva s neophodnim kapitalom potpuno izgubio, a portfeljna bi društva ostala bez toliko neophodnoga kapitala.

CDDD<sup>1533</sup> je stupio na snagu u srpnju 2024. godine, no u puno blažem izričaju negoli što je to bilo predviđeno samim prijedlogom CDDD-a.<sup>1534</sup> Iz polja primjene CDDD-a izbačeni su AIF-ovi i UCITS fondovi,<sup>1535</sup> no obveznici CDDD-a i dalje ostaju UAIF-ovi,<sup>1536</sup> što je i razumljivo jer oni upravljaju AIF-ovima i donose odluke o održivom ulaganju.

Regulatorni okvir je potreban kako bi se utvrdila osnovna pravila ponašanja, no potrebno ga je nadopunjavati dobrim praksama uvažavajući osobitosti industrije i vremena, te uvažavajući

---

<sup>1533</sup> Direktiva (EU) 2024/1760 Europskog parlamenta i Vijeća od 13. lipnja 2024. o dužnoj pažnji za održivo poslovanje i izmjeni Direktive (EU) 2019/1937 te Uredbe (EU) 2023/2859, SL L 2024/1760, 5.7.2024. (U daljnjem tekstu: CDDD)

<sup>1534</sup> Tako primjerice, poduzeće (kako je definirano člankom 3. stavak 1točka a CDDD-a) ne može se smatrati odgovornim za štetu, ako su štetu nanijeli samo njegovi poslovni partneri u njegovu lancu aktivnosti. Građanskopravna odgovornost poduzeća i pravo na potpunu naknadu štete ograničeno je na odgovornost pravne osobe, a ne na njihove zakonske zastupnike (članak 29. CDDD-a).

<sup>1535</sup> Članak 2. stavak 8. CDDD-a.

<sup>1536</sup> Članak 3. stavak 1. točka a (III) CDDD-a.

očekivanja ulagatelja, ali i svih ostalih dionika tržišta kapitala. Pridržavanjem etičkih načela i standarda ponašanja te primjenom soft law alata u svom svakodnevnom ponašanju pri donošenju odluka o ulaganju i izvještavanju, UAIF donosi odgovorne/održive odluke o ulaganju, te tako pospješuju društveno odgovorno ponašanje. Takav zahtjev za propisivanjem dobrih praksi koji će slijediti fondovska industrija, proizlazi iz povjereničkog odnosa UAIF-a i ulagatelja te dužnosti ispunjavanja fiducijarnih obveza kao pravnih standarda. No, kako bi se unificirala praksa postupanja svih UAIF-ova na području EU-a i uveli kodificirani standardi postupanja, a nakon što je sama industrija iznjedrila najbolje prakse, zakonodavac ih pretvara u obvezne zahtjeve i primijenjuje u regulatorni okvir, ali izbjegavajući načelo „one size for all“, već uzimajući u obzir vrstu i veličinu fondova. Povećavanjem standarda u postupanju UAIF-a, nametanjem zahtjeva za višim stupnjem fiducijarne odgovornosti, razvojem samih fondova i investicijske kulture, osvještavanjem ulagatelja o načinu ostvarivanja zaštite svojih prava, nesumnjivo će utjecati i na viši stupanj društvene odgovornosti i odgovornog/održivog ulaganja koje će UAIF morati iskazati i dokazati u vršenju svojih dužnosti. Kada UAUF donese društveno odgovornu/održivu odluku o ulaganju, tek tada ispunjava svoju fiducijarnu dužnost.

## 5. ZAKLJUČAK

Asimetrija informacija kod poduzimanja transakcija na tržištu kapitala utjecala je na jačanje svijesti nacionalnih zakonodavaca o nužnosti regulacije područja fondovske industrije, kao tržišnoga segmenta orijentiranog na ulaganje (između ostalog) u trgovačka društva, u uvjetima kada tu potrebu za financiranjem trgovačka društva ne mogu ostvariti putem banaka. Stoga, iako je regulacija započela kao autonomna, izradom različitih kodeksa i vodiča kojima se nastojalo standardizirati pravila postupanja fondova, odnosno njihovih menadžera (UAIF-ova) pri ulaganju u portfeljna društva, ona nije bila dostatna. Stoga je bio nužno urediti propisima ponašanje fondovske industrije kojima će se povećati zaštita ulagatelja i otkloniti ugroze financijskog sustava u cjelini do kojih je dolazilo zbog korištenja naprednih investicijskih tehnika samih fond menadžera u kombinaciji s nedostatnom regulacijom njihove djelatnosti. Sve su to bili povodi za donošenje AIFMD-a, direktive koja je postavila temelje organizacijskim zahtjevima i licenciranju UAIF-ova, čime su oni, prvi put stavljeni pod regulatorni kišobran europskoga prava. Zadanim regulatornim okvirom EU-a nastojala se postići ravnoteža između, s jedne strane interesa ulagatelja da budu pravodobno i istinito informirani o svim važnim aspektima svoga ulaganja u fond, kako bi bili sposobni donijeti utemeljenu investicijsku odluku prije negoli što uložena sredstva prepuste na upravljanje stručnjaku, UAIF-u, a s druge, u skladu s načelom proporcionalnosti, ostaviti UAIF-ovima prostor da mogu i dalje pronalaziti nove ulagatelje, nove mogućnosti ulaganja te u konačnici i dalje biti pokretači rasta i razvoja gospodarstva.

AIFMD je propisao obveze UAIF-ova, dok je vrste fondova ostavio na dispoziciju nacionalnim zakonodavstvima država članica kako bi ih oni mogli uskladiti sa svojim postojećim nacionalnim regulatornim okvirom te ih prilagodili ustrojbenim oblicima fondova koji najviše odgovaraju gospodarstvu pojedine države članice. To znači da AIFMD nije dirao u postojeću taksonomiju i nomenklaturu pravnog ustroja fondova, čime je podržao njihovu tržišnu diverzifikaciju. AIFMD je primijenio i neka pravila za UAIF-ove kada ulažu u portfeljna društva (uvrštena trgovačka društva) kako bi zaštitio dionike portfeljnih društava, dok je za druge pravno ustrojbene oblike portfeljnih društava takva regulacija potpuno izostala. Takva je regulacija izostala i kada je portfeljno društvo manje gospodarske snage (mala i srednja trgovačka društva), vodeći se načelom proporcionalnosti, nije se željelo pretjerano regulatorno opteretiti UAIF-ove u situacijama kada za to nema opravdanja. S obzirom na to da se kapital ulaže tamo gdje su regulatorne prepreke najmanje, bilo je očekivano da će se novac fondova



prirodno preliti u sektore/društva koja su ostala pravno nezaštićena, znači u neuvrštena društva. Stoga je provedeno istraživanje ne bi li se utvrdilo koji su aspekti toga problema riješeni, a koje treba riješiti, promatrajući to na vremenskoj lenti ulaganja koje ima svoju predugovornu, ugovornu i postugovornu etapu. Istraživanje mjera zaštite portfeljnog društva sagledano je u svim etapama ulaganja. Pri tome je središte razmatranja usmjereno na odnos UAIF-a i portfeljnog društva, s obzirom na to da je u njemu utvrđen najveći problem, iako se niti u jednoj etapi nije gubio iz vida i drugi aspekt tog odnosa, onaj koji između UAIF-a i ulagatelja u AIF.

Odgovore na ta pitanja potražilo se u komparativnim zakonodavstvima, EU-u, kao i u nacionalnom zakonodavstvu, vodeći pritom računa da je određeni kontingent obveza usklađen, te se on dalje pojašnjava u provedbenim propisima. Radi se o obvezama koje postoje u odnosu između UAIF-a i ulagatelja jer su mnogi elementi toga odnosa uređeni ranije spomenutim AIFMD-om, koji se često označava kao jedna stranica investicijskog trokuta. No, s obzirom na to da pravo tržišta kapitala većim dijelom regulira taj odnos, a u manjoj mjeri odnos ulagatelja i portfeljnog društva, u razradu problema druge stranice investicijskog trokuta, one koja se odnosi na odnos UAIF-a i portfeljnog društva uzelo se u obzir i propise prava društava. Naime UAIF-ovi u tim društvima stjecanjem udjela ili dionica stječu i druga članska prava te je bilo nužno propise tih dviju grana gledati u njihovu dinamičnom međuodnosu. Pri tome je bilo nužno istražiti i sučeliti načela na kojima ti odnosi počivaju, budući da fiducijarne obveze upravitelja imovine, obveze dužne pažnje, lojalnosti i krovno načelo savjesnosti i poštenja iz kojih se potonje obveze izvode, se u osnovi pojavljuju na obje strane trokuta. Nakon što se proučila pravna narav odnosa i obveze stranaka koje iz nje proizlaze, kao i razvoj doktrine u tom segmentu zaključeno je sljedeće.

### **Pravno uređenje AIF-ova i njihovih upravitelja u Republici Hrvatskoj usklađeno je s pravom Europske unije.**

ZAIF na novi način razvrstava i pravno oblikuje AIF, čime je potpuno primijenio odredbe AIFMD-a, a detaljnije ih razrađuje podzakonskim propisom. Razlikuju se otvoreni AIF-ovi, čiju su udjeli svakodobno otkupivi od UAIF-a ili zatvoreni AIF-ovi, čiji udjeli nisu otkupivi, no ulagatelji mogu „izaći“ iz ulaganja prodajući svoje udjele/dionice na tržištu. Udjeli/dionice AIF-a, mogu se nuditi privatnom ili javnom ponudom, pri čemu nisu svi oblici nuđenja prikladni za sve pravne oblike AIF-a. Način nuđenja udjela utječe i na profil ulagatelja, s obzirom na to da su AIF-ovi inače fondovi koji su prikladniji za profesionalne ulagatelje. Iako se mali ulagatelji načelno usmjeravaju prema fondovima javnom ponudom, budući da mali ulagatelji na vlastiti zahtjev mogu zatražiti da se s njima postupa kao s profesionalnim

ulagateljima, širi se dostupnost svih vrsta AIF-ova u odnosu na sve ulagatelje. Fond kao oblik kolektivnog ulaganja može imati unutarnjeg i vanjskog upravitelja, pri čemu unutarnji upravitelji mogu postojati samo ako fond ima pravnu osobnost. Zakonodavac se u RH, za razliku od komparativnih zakonodavstava, opredijelio da zatvoreni AIF s pravnom osobnošću kojim upravlja vanjski upravitelj i UAIF imaju istu upravu, a članovi uprave UAIF-a obnašaju i funkciju članova uprave AIF-a.

AIFMD je zauzeo vrijednosno neutralni stav prema pravnom obliku u kojem se AIF ustrojava. Istraživanje je pokazalo kako komparativno postoje četiri temeljna pravna oblika AIF-ova: fondovi koji nemaju pravnu osobnost, fondovi koji su osnovani kao pravne osobe, fondovi utemeljeni na zakonu te fondovi utemeljeni na trustu. Naš je zakonodavac predvidio mogućnost ustrojavanja AIF-a kao pravne osobe u obliku društva s ograničenom odgovornošću, dioničkog društva. Također je posljednjom zakonodavnom intervencijom u tipologiju fondova, po uzoru na druga zakonodavstva, gdje se taj oblik smatra najčešće korištenim oblikom ustroja, omogućio i ustroj fonda pravne osobe u obliku komanditnog društva, smatrajući da će se putem odabira toga pravnog oblika bolje natjecati s inozemnim fondovima kojima je taj oblik poznat. Uzevši u obzir određene podvrste fondova pravnih osoba autorica smatra da bi zakonodavac, de lege ferenda mogao uvesti nove pravne oblike fondova, poput dioničkog društva s varijabilnim kapitalom ili komanditnog društva na dionice. Mišljenje je autorice da bi interes ulagatelja za ulaganjem u takve fondove bio veći zbog otkupivosti dionica kod d.d. s varijabilnim kapitalom, što kao takva mogućnost ne postoji kod „običnih“ dioničkih društava. Tu ulagačku kvalitetu imaju i dionice fondova koji su uvrštena dionička društva, upravo zbog toga jer postoji tržište na kojem oni te dionice mogu kupiti ili prodati. S druge strane, uvođenjem komanditnog društva na dionice, tom bi se društvu pribavila upravo one odlike koje nedostaju društvima osoba, a to je prenosivost udjela u kapitalu, a dionice tih društava bi se također mogle uvrstiti na uređeno tržište. To bi olakšalo položaj ulagatelja koji bi tim mjerama dobili na likvidnosti svoga ulaganja, odnosno krenuti u exit u bilo koje doba ako postoji potražnja na tržištu kapitala za tim vrijednosnim papirom. Sve su to pravne mjere koje bi omogućile UAIF-u da prikupi više kapitala. No, ako bi se zakonodavac odlučio na takav iskorak morao bi de lege ferenda intervenirati u odredbe ZTD-a uvrštavajući takve oblike društava (dioničko društvo s varijabilnim kapitalom ili komanditno društvo na dionice) u zakonodavni okvir, po uzoru na napredna zakonodavstva te ih potom primijeniti u odredbe ZAIF-a. Iz svega navedenog autorica smatra da je prva hipoteza potvrđena te da je pravno uređenje AIF-ova i njihovih upravitelja u

RH usklađeno sa zakonodavstvom EU-a te da ujedno ima prostora da se zakonodavnom intervencijom uvedu i drugi pravni oblici fondova koje poznaju napredna zakonodavstva.

**Postojeći propisi ne raspolažu prikladnim zaštitnim mehanizmima koji bi vodili uspostavi uravnoteženoga pravnog uređenja suprotstavljenih interesa pri ulaganju u portfeljna društva, a koji izvire iz asimetrije informacije i nejednake pregovaračke snage, što u različitim etapama transakcijskog procesa stvara nejednak položaj između sudionika transakcije.**

Asimetrija informacija između sudionika tržišta kapitala te posljedice koje ona može proizvesti prepoznao je zakonodavac koji je reagirao postupnim stvaranjem pravila ponašanja kojima nastoji putem transparentnih objava sudionika transakcija smanjiti tu asimetriju. No pritom, zakonodavac intervenira pri uređenju odnosa u skladu s načelom proporcionalnosti i skalabilnosti, samo u one odnose koji bi mogli najviše utjecati na ugrozu financijskog tržišta i pojavu sistemskog rizika. S obzirom na to da to zakonodavac čini u interesu očuvanja integriteta tržišta, odnosno u javnom interesu, područje primjene tih pravila uglavnom je usmjereno na uvrštena društava, čije su dionice uvrštene na uređeno tržište (a samo manjim dijelom zahvaća neuvrštena društva).

Zakonodavac je omogućavanjem veće kontrole UAIF-a od ulagatelja, odlučio zauzdati apetite UAIF-ova i obvezati ih na transparentnost u poduzimanju radnji pri upravljanju AIF-om, s jedne strane uvođenjem dodatnih obveza za UAIF kroz AIFMD, a s druge i putem prava društava, nametnuvši UAIF-u, kao posebnoj vrsti dioničara dodatne obveze u portfeljnom društvu. Pri tome je intervenirao zadirući u odnose UAIF-a i portfeljnog uvrštenog društva u područja gdje je ocijenio da je asimetrija najviše izražena. Tako je intervenirao počevši od inicijalne etape, obvezujući UAIF na postupak dubinskog snimanja portfeljnog društva. U etapi stjecanja kontrole UAIF-a nad portfeljnim društvom zahtijevao je transparente objave prema radnicima putem uprave portfeljnog društva kako bi uprava portfeljnog društva pri ulasku UAIF-a/AIF-a u člansku strukturu društva ispregovarala bolje uvjete. Tijekom trajanja ulaganja u portfeljnom društvu, zakonodavac putem zaštitnih mehanizama, transparentnih objava politika sudjelovanja UAIF-a, nameće posrednu kontrolu UAIF-a, jer ulagateljima u fond omogućava da nadziru upravlja li UAIF njihovim ulaganjem u portfeljno društvo u skladu s obećanim investicijskim strategijama i politikama, zahtjevom za transparentnim objavama „bitnih transakcija povezanih osoba“ u portfeljnim društvima, kao i uspostavljanjem pojačane kontrole regulatora dostavom i objavom točno propisanih izvještaja. Sve su to zaštitni mehanizmi kojima zakonodavac ili nastoji smanjiti asimetriju ili osigurati ugovornu ravnotežu, ali i posredno

staviti pod kontrolu UAIF jačanjem položaja ulagatelja u fond kojim UAIF upravlja. To je naravno pomak, unaprjeđenje u regulatornom smislu, no takva ojačana pozicija vrijedi samo za ulagatelje čiji fond menadžeri ulažu u uvrštena društva, a osim toga tek se treba u praksi potvrditi u kojoj se mjeri adresati tih mehanizama pridržavaju, posebno ako kršenje nekih obveza ne rezultira sankcijama.

Kada je u pitanju pravni odnos između društva u koje UAIF ulaže i samog UAIF-a (koji se u radu najviše identificira kao VC/PE fond), tu zakonodavac prepušta ugovornim stranama da sami uredi svoje odnose u skladu s poduzetničkom slobodom, iako je nesumnjivo asimetrija informacija ovdje najizraženija. Riječ je o društvima kapitala, male gospodarske snage, sa snažno koncentriranom članskom strukturom, pri uređenju čijih pravnih odnosa prevladavaju dispozitivni propisi. Ta društva odnosno, osobe koje zastupaju njihove interese, javljaju se kao slabija strana u pregovaračkom procesu s UAIF-om, jer si oni rijetko mogu priuštiti pravnu, ekonomsku i drugu tehničku potporu koja bi im pomogla da se bolje zauzmu za svoje interese u odnosu na UAIF. S druge strane, posebno ako je riječ o društvima koja su tek nastala, njihov je komercijalni potencijal vrlo teško vrednovati u toj etapi razvoja, stoga je ulaganje u njih neizvjesno i vrlo rizično. Upravo te čimbenike UAIF kao osoba koja je stručnjak za ulaganje mora uzeti u obzir pri razrad pravnog i financijskog dijela transakcije ulaganja u portfeljno društvo.

Uzme li se VC koji ulaže u društvo koje razvija neki inovativni proizvod ili uslugu, asimetrija informacija je na strani ulagatelja itekako izražena. Sam poduzetnik, odnosno buduće portfeljno društvo svakako ima više znanja o onome što razvija, ali niti on u toj inicijalnoj etapi svog poduhvata ne može jamčiti tržišni uspjeh toga proizvoda ili usluge. Zbog toga su i ulaganja VC-a strukturirana na način da se ugovori o ulaganju odvijaju po etapama ili, tzv. rundama financiranja, ako se jedna ostvari nastavlja se druga, u kojoj obje ugovorne strane mogu pokušati poboljšati svoju ugovornu poziciju. Zakonodavac ne intervenira u to područje jer nema dalekosežnih posljedica po tržište kapitala. Drugim riječima, motreći ulaganje ciklički, što UAIF ima manje saznanja o portfeljnom društvu to će više pribjeći segmentaciji vremenskog horizonta ulaganja koristeći za svaku rundu financiranja takav financijski instrument koji će najbolje adresirati navedene rizike manjka informacija. To se ponajprije odnosi na portfeljna društva koja nemaju povijesnog prikaza.

No, ako govorimo u ulaganju PE -a, situacija je drukčija. UAIF će prije donošenja odluke o ulaganju u portfeljno društvo realno procijeniti sve rizike tog ulaganja te sposobnost samog portfeljnog društva i njegove uprave da ih prevlada. UAIF ublažava asimetriju na način da

prikuplja kroz dubinsko snimanje portfeljnog društva mnoštvo podataka prije samog ulaganja, promišljajući pri tom odmah i modus i vrijeme i rizik ulaganja, nastojeći prenijeti rizik ulaganja u što je moguće većoj mjeri na portfeljno društvo.

Portfeljno društvo, kao slabija pregovaračka strana u tom procesu, pristat će u tom trenutku na mnoge ustupke kako bi pribavilo potreban kapital. Ovdje govorimo o osnivačima/članovima društva, koji prodaju svoje udjele u cijelosti ili samo djelomično čime omogućavaju stjecanje kontrolnog paketa, te donose poduzetničku odluku, često i nesvjesni dalekosežnosti ugovornih odredbi na koje su pristali, i time preuzimaju rizik, izbjegavajući pritom veću opasnost, onu zbog koje su uopće ušli u financijsku potrebu, a to je insolventnost, prijeteca insolventnost ili otpuštanje radnika. No, iako mnoge od tih ugovornih odredbi predstavljaju za članove društva take it or leave it ponudu, valja uzeti u obzir da su te odredbe odraz posebne ekspertize koju UAIF-ovi uzimaju iz prakse svog djelovanja. No oni, osim što na temelju svoje sveukupne ekspertize pomažu portfeljnom društvu da stane na svoje noge ili da se restrukturira, uvijek moraju voditi računa o interesima ulagatelja koji su uložili u njegov fond jer je taj novac imovina koja im je dana na upravljanje. Stoga treba naglasiti da UAIF ima intrinzičnu motivaciju da portfeljno društvo uspije jer će na taj način rasti i vrijednost fonda, ulagatelji u fond će biti zadovoljni, a samim time će i naknada fond menadžera za upravljanje biti viša.

No, dok u pregovaračkom procesu s minijaturnim društvom sudjeluju članovi društva koji su najčešće ujedno i članovi uprava društva, kada je riječ o većem i jačem društvu kakva su obično portfeljna društva PE fondova, uprava ne mora nužno biti uključena u pregovarački proces, jer se udjeli ili dionice kupuju od članova portfeljnog društva izravno, pa tako i upravi društva promjena članske strukture društva može doći kao potpuno iznenađenje, što može biti vrlo često udruženo i sa smjenom, odnosno opozivom članova uprave od novog većinskog dioničara (udjelničara). Ako se postojeći udio u društvu prodaje UAIF-u, uprava nema manevarskog prostora, niti prevelikog utjecaja, osim ako ne postoje neka sredstva zaštite u društvenom ugovoru ili statutu društva (npr. vinkulacija). No kada se ulaskom UAIF-a u portfeljno društvo povećava temeljni kapital, tada uprava u skladu sa svojom obvezom dužne pažnje u vođenju poslovanja društva, može bolje zaštititi interese društva (te zaposlenika i drugih dionika) uvođenjem, primjerice postupaka kojima se pomnije uređuje selekcija fondova (odnosno UAIF-ova) koji se natječu, vrednovanja različitih komparativnih prednosti koje oni nude, počevši od iznosa koji su spremni uložiti do strukturiranja financijskog instrumenta putem kojeg plasiraju kapital. Također čini razliku i ispunjenje miljokaza koje fondovi očekuju, bez čega nema novih rundi financiranja, koga tereti obveza povrata, je li ona fiksirana ili ne i sl.

S druge strane, ako se transakcija ulaganja strukturira kao MBO uz financijsku polugu, to je situacija u kojoj će postojeća uprava društva (koju je UAIF identificirao kao sposobnu da optimizira društvo) biti u mogućnosti da ulaganje UAIF-a u portfeljno društvo koje ona vodi strukturira na način gdje je moguće da osim interesa društva u prvi plan stavi svoj osobni interes jer će sadašnja uprava postati budući većinski dioničar / udjelničar društva. Opći zaštitni mehanizmi prava društava koji su opisani ovim radom i koji stoje na raspolaganju kao instrumenti zaštite konkretnoga portfeljnog društva u odnosu na svoga fondovskog financijera odnose se prije svega na dionička društva, stoga autorica zagovara analognu primjenu tih instituta kada je portfeljno društvo - društvo s ograničenom odgovornošću. Zaključno, sve oblike zaštite koji postoje za veća i jača društva trebalo bi *mutatis mutandis* primijeniti i u manjima, posebno imajući u vidu značajke društava u Republici Hrvatskoj gdje prevladavaju mala i srednja društva.

Evo kako se na primjeru može objasniti raspoloživi mehanizam za ublažavanje informacijske asimetrije. UAIF u inicijalnoj fazi ulaganja, ublažava asimetriju informacija dubinskom snimkom portfeljnog društva, te je dužan uvrstiti u postupak dubinskog snimanja i rizik održivosti. Uprava portfeljnog društva je obvezna sastaviti „Izješće posloводства o održivim rizicima“ kao dio svoga godišnjeg izvješćaja o poslovanju društva koje mora potvrditi i ovlašćeni revizor. Iako target društva VC/PE nisu obveznici izrade takvog izvješćaja, već samo uvršćena društva (što stvara za portfeljno društvo dodatni trošak), portfeljna društva će putem njih dobiti ESG ocjenu, a s većom ESG ocjenom portfeljno društvo će lakše moći privući ulagatelje. Time je portfeljno društvo, koje je u potrazi za kapitalom dobilo još jednu obvezu koju mora ispuniti kako bi moglo uopće doći u položaj da ga potencijalni ulagatelji započnu vrednovati. Nedvojbeno je da će se s tim asimetričnosť informacija između potencijalnih ulagatelja i portfeljnog društva uvelike smanjiti. S druge strane, iako će se na strani portfeljnog društva pojaviti taj trošak, ujedno će biti smanjen taj isti trošak za ulagatelje, odnosno UAIF, jer će veliku većinu podataka o samom drušćtvu moći išćitati iz izvješćaja o održivom poslovanju koje će ispitati i potvrditi neovisni revizor. Iako se obveza sastavljanja takvog izvješćaja ne odnosi na sva društva i portfeljno društvo nje ga obvezno sastaviti – da bi privukao ulagatelje trebao bi ga izraditi kako bi se mogao pozicionirati na tržišćtu kapitala. No, iako taj dodatni trošak postoji, on opravdava korist pribavljanja fondovskoga kapitala.

Kada PE odabere portfeljno društvo, koje je u potrazi za kapitalom, ali zapošćljava preko 20 i više radnika (što je za tržišće RH impresivan broj, a i istraživanja pokazuju da je najveći broj zaposlenih upravo u malim i srednjim drušćtvima), niti tada zakonodavac ne intervenira u

privatnopravne odnose. Radnopravnim zakonodavstvom (članak 26. stavak 1. Zakona o radu), propisano je da je poslodavac koji zapošljava najmanje dvadeset radnika dužan donijeti i objaviti pravilnik o radu kojim se uređuju plaće, organizacija rada, postupak i mjere za zaštitu dostojanstva radnika te mjere zaštite od diskriminacije i druga pitanja važna za radnike zaposlene kod toga poslodavca, ako ta pitanja nisu uređena kolektivnim ugovorom. To je prag kada zakonodavac smatra da je nužno radnopravno intervenirati u javnopravnom interesu. No postavlja se pitanje zbog čega zakonodavac koji uređuje tržište kapitala, odnosno alternativne investicijske fondove takvu primjenu nije dosljedno primijenio i kada UAIF stječe kontrolu nad društvom ustrojenim u obliku d.o.o. koje je male gospodarske snage, ali zapošljava više od 20 radnika (pa sve do 250 radnika). Mišljenje je autorice da bi zakonodavac koji uređuje tržište kapitala de lege ferenda, vođen istom premisom, trebao obvezati UAIF-ove kada stječu kontrolni udio u VC-u/PE-u koje zapošljava više od 20 radnika na iste obveze kojima ga je obvezao i pri ulaganju u uvrštena društva - da malom portfeljnom društvu i njegovim zaposlenicima objavi svoje namjere u vezi s budućim poslovanjem portfeljnog društva i vjerojatnim posljedicama na zapošljavanje, uključujući sve važne promjene u uvjetima zapošljavanja, osobito vodeći računa o značajkama hrvatskoga tržišta rada i posebno zbog toga jer to jesu druga važna pitanja za radnike zaposlene kod toga poslodavca.

S druge strane, tu je prilika i da zakonodavac apelira na društvenu odgovornost članova društva, kao lojalnih članova društva i/ili uprava takvih portfeljnih društava, da ispregovaraju najbolje uvjete za društvo i radnike – primjenjujući dužnu pažnju. Oni to moraju primjenjivati i inače, ali taj bi se cilj mogao osnažiti kada bi de lege ferenda zakonodavac uvrstio u ZAIF i proširio obveze transparentnosti UAIF-a u odnosu na ulaganja u sva „portfeljna društava“ ili u odnosu na ulaganja u „portfeljna društva koja zapošljavaju više od 20 radnika“, a ta bi obveza trebala postojati za „sve vrsta UAIF-ova“. Drugim riječima, obveza transparentnosti UAIF-ova u odnosu na portfeljna društva trebala bi biti primjenjiva na sve oblike malih i srednjih portfeljnih društava i to kada udjele u njima stječu u cjelini i mali i srednji UAIF-a, kako bi se ispunili zahtjevi transparentnosti i brige za društvo u cjelini. Dodatno bi de lege ferenda ZAIF trebao odrediti (standardizirani) oblik obavijesti kojom UAIF obavještava upravu portfeljnog društva koju će ona zatim podijeliti sa zaposlenicima kako bi svi dobili informaciju u istom obliku, istoga sadržaja i u isto vrijeme, što je jedan od osnovnih postulata transparentnosti. Autorica smatra, da iako zakonodavac ne može zadirati u odnose koji su u sferi dispozitivnosti između UAIF-a i portfeljnog društva, štiteći na taj način i poduzetničku slobodu, ipak je i dalje dužan braniti javnopravni interes, i to putem obveze koju može nametnuti svim UAIF-ovima u odnosu

na sva portfeljna društva s više od 20 radnika. Osim apela koji bi zakonodavac na taj način poslao djelujući u javnom interesu, s pozivom na jačanje svijesti o društvenoj odgovornosti UAIF-a te nužnosti lojalnoga postupanja članova portfeljnog društva, korist bi bila i u promjeni percepcije fondovske industrije, osobito PE/VC fondova, skidajući s njih stigmu onih koji uzimaju u obzir samo interese svojih ulagatelja, odnosno pustoše portfeljno društvo.

Pri izlasku VC/PE fonda iz portfeljnog društva, UAIF će koristiti neku od strategija izlaska, koja je ispregovarana kao package deal pri ulasku. Naravno, da će UAIF prodajom svoga dijela nastojati postići najbolji mogući povrat ulaganja, koristeći se opcijama koje mu nude unaprijed dogovorene ugovorne odredbe. S obzirom na to da PE/VC fondovi žele ostvariti povrat, ako postoje naznake poteškoća u ostvarivanju zadanih miljokaza UAIF će jednostavno uskratiti novu rundu financiranja ili će aktivirati ispregovarane financijske instrumente koji štite njihove interese. Tako primjerice, ako je portfeljno društvo uspješno, crpit će iz njega dobit, a ako ne, „pretvorit“ će svoje ulaganje u zajam s fiksnom obvezom povrata. Drugim riječima, fondovi će se iz neuspješnog ulaganja povući na vrijeme, odnosno dovoljno rano da ne naštete svojim ulagateljima, koji očekuju povrat.

Pritom je nužno naglasiti da samo načelo razboritosti i razmjernosti nalaže da se PE/VC fondove i njihove upravitelje ne može obvezati da kontinuirano „spašavaju“ neko društvo, ako je to bila njihova primarna zadaća pri ulasku u društvo. Društvo koje se tijekom trajanja ulaganja nije uspjelo uspješno restrukturirati, morat će taj proces nastaviti koristeći se institutima stečajnog prava i to u predstečajnom ili stečajnom postupku. Taj dio zakonodavstva dostatno štiti prava radnika isticanjem prioritnosti njihovih tražbina. No kako će oprezni UAIF-ovi pri ulasku u društvo koristiti hibridne financijske instrumente koji se po potrebi konvertiraju u zajam s fiksnom obvezom povrata i k tome osiguravaju založnim pravom, moguće je da će na taj način UAIF staviti sebe i svoje ulagatelja u bolji položaj osiguravanjem sebi položaja razlučnoga vjerovnika ili pakiranjem svog ulaganja u takav preferencijalni rod dionica koji će u stečaju imati prioritetni položaj u redu namirenja.

Drugim riječima, UAIF-ovi si neće, ako ništa drugo, zbog reputacijskoga rizika, dopustiti da ostanu kratkih rukava. Protiv uzmaka na vrijeme, odnosno protiv unaprijed ispregovanih prioritetnih prava u stečaju, portfeljno društvo nema ozbiljnijih protumjera osim da sebe povjeri novom UAIF-u specijaliziranom za spašavanje posrnulih društava. Prema tome, zaštitni mehanizmi za situacije ovoga spektra pripadaju više grani stečajnog prava.



U slučaju „izlaza“ UAIF-a iz portfeljnog društva „po sunčanom vremenu“ krug mjera uprave portfeljnog društva ili ranijih osnivača kojima UAIF vraća udjele ne bi se mogao odviti na način koji nije predviđen ugovorom, ali bi se trebali o tome obavijestiti dionici toga procesa na koje se odražava „izlaz“ UAIF-a (a to su manjinski dioničari i radnici), kroz simetričnu objavu koja stoji pri ulasku, tj. objavu namjere izlaska UAIF-a iz portfeljnog društva.

Prema tome, uočeni nedostatak zaštitnih mehanizama na relaciji UAIF – portfeljno društvo, a koji izvire, s jedne strane iz asimetrije informacija, odnosno nejednakosti pregovaračke snage u različitim fazama investicijskog procesa, mogu se svrstati u one koji su prema pravu koje uređuje AIF-ove izrijeком propisani kao zabranjeni za same UAIF-ove. Stoga autorica pledira za povećanje razine zaštite za sve UAIF-ove i sva portfeljna društva, s obzirom na značajke hrvatskoga tržišta kapitala i prevladavajuće zastupljena mala i srednja društva.

Nadalje, kako su UAIF-ovi institucionalni ulagatelji koji prema pravu društava imaju različite obveze kao ulagatelji u (uvrštena) dionička društva autorica predlaže da se slični zaštitni mehanizmi uvedu i kada UAIF-ovi ulažu u neuvrštena dionička društva ili društva s ograničenom odgovornošću. Pritom bi takve objave bile pojednostavljene, a mogle bi se propisati ZAIF-om, ili ako za to postoji ovlast HANFE, njenim pravilnikom. Tako bi se primjerice uz zabranu asset stripinga mogla propisati obveza nekih periodičnih objava UAIF-a vezana uz ulaganja u portfeljno društvo.

**UAIF-ovi se nalaze u sukobu interesa, jer su s jedne strane dužni djelovati u interesu ulagatelja AIF-a, a s druge u interesu portfeljnog društva čiji članovi postaju.**

U radu je na pregledan način prikazano da sukobi interesa između UAIF-a i AIF-a s jedne strane, i UAIF-a i portfeljnog društva s druge postoje u svim etapama investicijskog procesa te da se oni regulatorno adresiraju ponajprije tako što se uvodi niz različitih mjera koje služe preveniranju sukoba interesa. No, kako je nemoguće ukloniti sve razloge nastanka sukoba interesa, vrlo je važno imati metode i mjere kako će se njime upravljati kada nastanu, najčešće njihovim razotkrivanjem, kako bi svi sudionici tržišta kapitala bili upoznati s njima.

Iz ranijih je izlaganja vidljivo da je na razini sustava soft law identificiran niz posebnih, za sektor tipičnih sukoba interesa koji je uočio IOSCO. Kod investicijskih fondova pravodobne objave situacija u kojima postoji sukob interesa, transparentnost prema ulagateljima i

neprekidna edukacija zaposlenika diže politiku upravljanja sukobom interesa na višu razinu. No, riječ je o preporukama, a ne o pravno obvezujućim aktima. Na razini regulacije ili hard lawa važno mjesto u preveniranju sukoba interesa zauzimaju organizacijski zahtjevi UAIF-ova i dužnost uspostave triju ključnih trajnih organizacijskih funkcija – upravljanje rizicima, usklađenosti i interne kontrole. Također provedbeni akti inzistiraju na identificiranju osoba koje se nalaze u odnosu kontrole, jer takve osobe mogu biti motivirane vlastitim interesom, a ne interesom ulagatelja koji ulažu u AIF. Svi ti konkretni regulatorni zahtjevi imaju zadatak prevenirati sukobe interesa. No, u pogledu sukoba interesa koji su neizbježni, zakonodavac inzistira na objavi tih sukoba interesa, kao i njihovu sustavnom praćenju. Naglasak je upravo na njihovoj objavi prije poduzimanja transakcije koja bi mogla biti identificirana kao sukob interesa. Na ovaj način zadane su smjernice za rješavanje sukoba interesa „jedne fondovske stranice investicijskog trokuta“, one koja razmatra odnos UAIF-a i ulagatelja u AIF, te kojima se razmjerno dobro štite interesi ulagatelja i stvara harmoniziran level playing field razine zaštite ulagatelja na europskom tržištu kapitala, odnosno tržištu alternativnih investicijskih fondova.

No, sukob interesa najizraženiji je u odnosu na „druge strane trokuta“, one koje postoje između UAIF-a i portfeljnog društva. Kako UAIF, odnosno njegovi članovi uprave reprezentiraju fond, UAIF sudjeluje u donošenju odluka na (glavnoj) skupštini portfeljnog društva. S druge strane, vrlo često ti isti članovi uprave koji su članovi uprave UAIF-a obnašaju dužnost člana uprave u portfeljnom društvu, barem prema hrvatskom pravu.

U ranijim je poglavljima vidljivo da je imenovanje osoba bliskih interesima UAIF-a čest dio pregovaračkog paketa pri ulasku UAIF-a u portfeljno društvo. Time se ne dobiva samo udio u kapitalu društva, već se njime učinkovito upravlja, odnosno usmjerava poslovanje portfeljnog društva, putem angažiranja tih osoba u svojstvu članova uprave ili nadzornog odbora. Već je na prvi pogled jasno, da je riječ o interesima koji mogu, ali najčešće ne moraju biti konvergentni. S obzirom na to da UAIF u prvi plan ipak stavlja interes svojih ulagatelja, jer on ipak upravlja njihovom imovinom koju dalje alocira u portfeljna društva, kao dioničar, odnosno udjelničar portfeljnog društva dobiva i novi paket obveza prema portfeljnom društvu.

Dakle, sukob različitih interesa najizraženiji je u situaciji kada se UAIF nalazi u portfeljnom društvu i kao dioničar i kao član upravljačkog osoblja portfeljnog društva, odnosno kada na njega djeluju razne fiducijarne obveze čiji smjer ne mora biti nužno istovjetan. UAIF-ova

osnovna premisa jest raditi prema nalogu i u interesu ulagatelja i AIF-a kojim upravlja, na temelju posebnoga povjereničkog odnosa pridržavajući se fiducijarnih dužnosti, odnosno načela savjesnosti i poštenja. Pritom pri odlučivanju svoju odluku treba temeljiti na pažnji dobroga stručnjaka, višim stupnjem pažnje, s druge strane, uprava portfeljnog društva mora voditi poslove društva pažnjom urednog i savjesnoga gospodarstvenika te u svemu paziti na interese društva. Ta odgovornost postoji prema članovima društva, ali i prema vjerovnicima te ostalim dionicima portfeljnog društva. Već je na prvi pogled jasno da ta dihotomija interesa s jedne strane UAIF-a, a s druge portfeljnog društva, udružena s različitim stupnjem pažnje koja se od određene osobe zahtijeva u određenoj vrsti obveznog odnosa ne vodi dobrom rješavanju sukoba interesa na „drugoj strani trokuta“.

Autorica zbog toga smatra da de lege ferenda kroz ZAIF treba onemogućiti da član uprave UAIF-a (UAIF-a bilo koje veličine) obavlja ujedno i funkciju člana uprave portfeljnog društva, a sve u cilju sprječavanja sukoba interesa, i to zbog prirode njihova odnosa koji obnašaju u ta dva pravna entiteta, od kojih svaki zahtijeva drukčiji stupanj pažnje i obvezu lojalnosti prema različitim subjektima, pa su samim time nespojivi. Tu bi funkciju u portfeljnom društvu trebala obavljati osoba različita od člana uprave UAIF-a, kako bi odgovarajuće branila interese portfeljnog društva, njegovih članova i drugih dionika. Oko odabira te osobe bilo bi poželjno postići konsenzus između UAIF-a i drugih dioničara ili udjelničara portfeljnog društva. Tu bi odluku svakako na razini društva, trebalo moći donijeti kvalificiranom većinom. Pri tom treba imati na umu da različite vrste fondova ulažu u portfeljno društvo s različitom visinom udjela u temeljenom kapitalu. U društvima u kojima je taj ulog većinski (tj. viši od 50 %) potrebna većina za donošenje takve odluke mogla bi se postaviti najmanje na dvije trećine kako bi manjinski dioičari/udjelničari imali svoj glas pri odabiru člana uprave portfeljnog društva. S druge strane, u društvima u kojima je taj ulog manjinski potrebna većina mogla bi biti i obična. K tome, zakonodavac bi mogao uvesti i dodatni zahtjev neovisnosti te osobe, odnosno da je riječ o osobi koja nije ni na koji način kapitalno povezana s UAIF-om. S obzirom na to da člana uprave portfeljnog društva ionako treba imenovati, jedini dodatni troškovi koji bi nastali s time u vezi bili bi oni koji su povezani uz provjeru usklađenosti regulatornih zahtjeva. Na taj bi način UAIF i njegovi predstavnici u portfeljnom društvu mogli ostati u dovoljnoj mjeri posvećeni svojoj primarnoj zadaći – povjereničkoj obvezi prema ulagateljima, a volja njih, odnosno njihovih ulagatelja bi u dovoljnoj mjeri dobila svoj glas kroz alate korporativnog upravljanja. U tom smislu nema prepreke instrumentalizaciji toga alata u vidu osnivanja nadzornog odbora, bilo da je portfeljno društvo ustrojeno kao d.d. ili d.o.o.

Mišljenje je autorice da bi navedeni prijedlozi bili optimalno i interesno i troškovno rješenje, ako su uprave UAIF-a i uprave portfeljnog društva sastavljene od istih članova, da odluke u kojima se pojavljuje potencijalni sukob interesa između uprave UAIF-a i portfeljnog društva budu predmet obvezatnog odlučivanja glavne skupštine / skupštine portfeljnog društva neovisno o pravnom ustroju portfeljnog društva (one materijalno značajne odluke za društvo), budući da ona oblikuje volju društva i da se te odluke donose kvalificiranom većinom. S druge strane, transakcije koje su manje bitne za društvo, manje materijalne važnosti, trebale bi de lege ferenda biti proslijeđene na prethodnu suglasnost Odbora za upravljanje sukobom interesa – koji bi djelovao kao pododbor Nadzornog odbora društva portfeljnog društva ili savjetodavnim odborima. Na taj način potencijalni sukobi interesa mogli bi biti uspješno spriječeni ili moguće izbjegnuti u cijelosti.

Nakon što su razmotreni sukobi interesa koji primarno nastaju zbog fuzije upravljačkih funkcija na razini UAIF-a i portfeljnog društva te su označeni kao sukobi interesa najvećeg intenziteta treba naglasiti da se sukob interesa polarizira i na razini UAIF-a kao člana portfeljnog društva. Sukob interesa postoji ne samo na razini upravljačke strukture, nego i na razini članske strukture portfeljnog društva. Stoga se postavlja i pitanje kako će se UAIF kao povjerenik ulagatelja s jedne strane, odnositi prema portfeljnom društvu na temelju načela koje od njega traži lojalno postupanje, a koje je iskazano kroz stav da svatko tko može ostvarivati kontrolu nad društvom ima i dužnost postupati lojalno prema tom istom društvu.

Investicijski cilj i strategija ulaganja AIF-a izražene su kroz ugovor o ulaganju i u pravilima fonda. Tako, kada je AIF/UAIF postao dioničar portfeljnog društva (bilo da je otkupio dionice od samog društva ili dioničara) tada je kao dioničar preuzeo i ciljeve određene aktima portfeljnog društva – statuta, odnosno primijenio je ili je morao primijeniti investicijski cilj i strategiju ulaganja u akte portfeljnog društva. Time UAIF spriječava sukob interesa koji se može pojaviti kada UAIF u svojstvu člana društva odlučuje, odnosno glasuje o nekim ključnim pitanjima gdje zapravo AIF-ove investicijske tehnike i strategije koje su javno objavljene možda više ne odgovaraju portfeljnom društvu koje ih je prihvatilo pri ulasku AIF-a u portfeljno društvo.

Tu se iskazuje osnovno načelo koje je izraženo i kroz fiducijarnu pozornost upravitelja, a ujedno i regulatorni zahtjev, da je UAIF obvezan opisati strategije i na temelju njih glasati o odlukama portfeljnog društva kao dioničar društva, isključivo u korist ulagatelja AIF-a kojim upravlja i

njegovih ulagatelja. Stoga kada UAIF kao dioničar glasa o nekom pitanju, on mora glasati isključivo u najboljem interesu ulagatelja AIF-a, a da se pritom ne propituje njegova lojalnost kao dioničara društva.

Nužno je istaknuti da za određene vrste portfeljnih društava razina zaštite od sukoba interesa na razini članstva postoji s obzirom na to da je u EU zakonodavstvu o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara naložio objavu politika sudjelovanja, odnosno glasovanja za sve vrste UAIF-a koji su dioničari uvrštenih portfeljnih društava. U toj politici sudjelovanja artikuliraju se glavne „ideološke“ postavke UAIF-a. Ista premisa slijedi i iz postulata uredbe AIFMD-a. Naš se zakonodavac nije koristio dostupnim izuzećem za male i srednje UAIF-ove, tako da je obvezao i male upravitelje imovine da izrađuju takve politike, ali je primjena tih mjera zaštite koje jasno određuju mjeru lojalnosti portfeljnih društava ipak ograničena na uvrštena društva. Izrada te politike u skladu sa ZTD-om je tim više na tragu ideje rješavanja sukoba interesa jer je adresiranje sukoba interesa u svezi sa sudjelovanjem upravo jedna od komponenti njezina obvezatnog sadržaja. Daljnji pravac djelovanja hrvatskoga zakonodavca autorica vidi u primjerenom sankcioniranju propusta UAIF-a da izradi politiku sudjelovanja na trenutno stroži način od onoga koji je propisan, a to je davanje objašnjenja zašto politika nije izrađena, tzv. *comply or explain*. Kada bi UAIF-u bila zapriječena neka prekršajna sankcija tada bi se i na tu obvezu gledalo ozbiljnije. Uz to, izrada politike sudjelovanja je i važan instrument kontrole samog UAIF-a, radi li se samo o popisu lijepih želja ili se politika sudjelovanja provodi u djelo. U toj će politici UAIF trebati promotriti svoje ulaganje ne samo iz prizme kratkoročnih ciljeva svojih ulagatelja nego uzeti u obzir i aspekt održivosti, dugoročnosti, odnosno trajanja portfeljnog društva u vremenu.

U ovom je radu više puta istaknuto da je kratkoročni vremenski horizont institucionalnih ulagatelja i upravitelja imovine jedan od općih izazova u pravu društava općenito, a posebno u onom dijelu koji se odnosi na uvrštena društva, gdje je izlaz iz ulaganja jednostavniji zbog mogućnosti prodaje dionica na burzi, odnosno uređenom tržištu. No imajući u vidu da se u populaciju portfeljnih društava ubrajaju i neuvrštena društva, posebno tek osnovana mala i mikro društva, valja zaključiti da u odnosu na ta društva ne postoji de lege lata oblik zaštite.

U odnosu na njih postavlja se pitanje treba li primijeniti istu metodologiju rješavanja sukoba interesa samo u pojednostavljenom obliku (npr. za neuvršteni d.d.) ili se nalazimo u sferi tržišta investicijskih fondova koja ne opravdava zakonodavnu intervenciju tog opsega, jer se primjerice radi o društvu koje se tek razvija, koje nije ostvarilo još svoj puni potencijal, a pogotovo nije još isplativo i profitabilno. Nije nepoznata činjenica da mnoga portfeljna društva

ne uspiju dosegnuti zacrtane investicijske ciljeve ako se tek razvijaju ili se ne uspiju uspješno restrukturirati, ako primjerice UAIF ulaže u posrnula društva. UAIF će se i inače, a osobito u potonjim slučajevima zaštititi ugovornim mehanizmima, posebno dizajniranim za te situacije neuspjeha, kada bi se portfeljno društvo i UAIF mogli u potpunosti razići u pogledu svojih ciljeva. Tako primjerice interes društva bi mogao biti zadržavanje zaposlenika, a interes UAIF-a bi bio likvidacija društva koje ne ostvaruje zadane ciljeve i gubitak radnih mjesta. Prema tome, iako obveza lojalnosti UAIF-a prema portfeljnom društvu postoji zbog njegovog svojstva člana društva (koja se izvodi iz krovnog načela savjesnosti i poštenja) prevagu će odnijeti ispregovarani ugovorni mehanizmi zaštite UAIF-a u odnosu na portfeljno društvo te će UAIF-ov položaj člana društva biti osnažen, posebno ugovorenim ugovornim mehanizmima zaštite koji neće moći biti dovedeni u pitanje, osim ako su sami po sebi ništetni.

Takav tipičan mehanizam je konverzija ulaganja koje počiva na stjecanju dionica/udjela, tzv. equity u zajam s fiksnom obvezom povrata, ako ulaganje ne ostvaruje zadane miljkaze. Aktivacija tog ugovorenog mehanizma ne može se smatrati neloyalnim postupanjem člana društva, ako su za to ispunjeni ugovorom određeni uvjeti. Drugim riječima, pri procjeni obveze lojalnog postupanja UAIF-a prema društvu treba voditi računa da nije riječ o običnom dioničaru, nego o nekome tko si je pridržao posebna ugovorna prava, pa će njegove obveze kao člana biti potrebno sagledati u cijelosti. Pritom se treba voditi računa i o obvezama koje proizlaze iz članstva u društvu i ugovornim pravima kojima je to članstvo osnaženo, ali nikad preko ili mimo regulatornog okvira koji nalaže ili zabranjuje ponašanje određene vrste. Drugim riječima ako posebna ugovorna prava UAIF-a (ugovorena u skladu s prisilnim propisima) modificiraju članska prava UAIF-a u portfeljnom društvu, to još uvijek ne znači da je UAIF-ovima sve dopušteno.

Postoje i zabrane protiv kojih se ne može ići. Zakonodavac je intervenirao na način da je javnopravni interes ugradio u privatnopravne odnose tamo gdje smatra da je potencijalni sukob najizvjesniji. To je vidljivo iz odredbi o zabrani raspolaganja imovinom (koja je, doduše, ograničena na jedno određeno vrijeme). Sa zabranom raspolaganja imovinom u ovom primjeru zakonodavac je upozorio UAIF-a na potrebu društveno odgovornog ulaganja. Naime zbog ranije spomenutoga kratkoročnog horizonta i stvaranja (dobro)biti za svoje ulagatelje, zakonodavac je zabranio raspolaganje imovine sankcionirajući fenomen pustošenja (engl. locust phenomenon) po kojem su na glasu UAIF-ovi. Njih se vrlo često optužuje da iz portfeljnog društva „izvuku“ ekonomsku supstancu što posljedično dovodi do otpuštanja

radnika i sl. Tim je tipičnim ponašanjima UAIF-ova zakonodavac stao na kraj stavivši izričitu zakonsku zabranu takvog postupanja.

Prema tome, ako sumiramo regulatorne izazove koji se pojavljuju na obje stranice investicijskog trokuta izgledno je da je UAIF ponajprije povjerenik svojih ulagatelja prema kojima ima fiducijarnu obvezu. Spektar propisa koji štite od sukoba interese ulagatelje u odnosu na UAIF zadovoljavajuće je uređen pravom tržišta kapitala, odnosno onim segmentom kojim se uređuju UAIF-ovi kao njegovi financijski posrednici, njihovi organizacijski zahtjevi te općenito način na koji se sukobi interesa preveniraju ili razrješavaju. Što se tiče druge strane trokuta i sukoba interesa između UAIF-a i portfeljnog društva, motreći to kroz obvezu lojalnosti člana prema društvu, ali i na razini upravljačkih struktura zaključuje se da je, usprkos troškovima, odvajanje funkcija članova uprave UAIF-a i portfeljnog društva nužno potrebno zbog prirodne nemogućnosti da jedna te ista osoba vodi računa o interesima koji po prirodi stvari mogu divergirati, a također su istražene i podredne opcije, ako zakonodavac taj prijedlog ne bi slijedio.

Kod sukoba interesa na razini članstva, situacija je mnogo složenija, a rješenja variraju za različite tipove društava pružajući im različitu razinu zaštite od UAIF-a, u najvećoj mjeri kada je riječ o uvrštenim društvima u odnosu na koja UAIF-ovi pored obveza propisanih uredbom AIFMD-a imaju posebne obveze objave politike sudjelovanja koje se temelje na Direktivi o dugoročnom sudjelovanju dioničara. Autorica zagovara učinkovitije sankcioniranje nepoštovanja tih obveza. U pogledu ostalih portfeljnih društava, osobito imajući u vidu mala ili mikro društva mišljenje je autorice da bi uvođenje takve obveze za UAIF bilo neproporcionalno troškovima, a posebice jer je riječ o pravnim odnosima koji se nalaze u zoni razmjerno široke slobode pregovaranja.

Autorica smatra da obveza lojalnosti UAIF-a prema portfeljnom društvu nije prestala postojati slijedom činjenice da UAIF ima nepovredivu obvezu vjernosti prema svojim ulagateljima. Ona i dalje postoji, ali s obzirom na to da je izvedena iz ove prve (gledajući na porijeklo kapitala) teško da se može zaključiti da obveza lojalnosti prema portfeljnom društvu nadjačava fiducijarnu obvezu prema ulagateljima. Upravo je zbog toga mišljenje autorice da bi sve ono što dovodi u pitanje ili omogućava zloupotrebu ili instrumentalizaciju portfeljnog društva od UAIF-a trebalo jasno propisati i zabraniti, kao što je to učinjeno i za zabranu otuđenja imovine. U protivnom se nalazimo u zoni slobode pregovaranja koja je omeđena prisilnim propisima ugovornog prava ili prava društava.

**UAIF su društveno odgovorni subjekti na tržištu kapitala te su dužni primjenjivati standarde dobrog korporativnog upravljanja za donošenje poslovno opravdanih odluka koje su ujedno i društveno odgovorne.**

Sve prethodno ispitane i utvrđene sukobe interesa sa svim rješenjima odlučilo se staviti u širi kontekst s obzirom na uočenu međuigru – djelovanje mehanizma povratne sprege između autonomnih i heterogenih izvora prava, gdje soft law ide katkad kao avangarda, prethodnica regulaciji putem pozitivnog prava, ali katkad soft law bude odgovor na nezadovoljavajuće stanje regulacije iznesenih sukoba interesa. Europsko pravo želi djelovati na odnos ulaganja u portfeljnim društvima tijekom njegova trajanja, poticanjem razvoja dugoročnoga pristupa te društveno odgovornoga poslovanja. Društveno odgovorno poslovanje - upravljanje temelji se na načelima transparentnosti (i financijske i nefinancijske prirode – podataka o održivosti) kojim se pridonosi izgradnji povjerenja članova društva, kao i ostalih dionika u samo društvo, ali i u tržište kapitala. Ono se ne izražava samo transparentnim prikazivanjem poslovnih rezultata, već i objavom podataka o politikama, rizicima i rezultatima ostvarenim u pogledu ESG čimbenika.

Zakonodavac, uvidjevši da dobrovoljno pridržavanje načela nije pridonijelo cilju koji se nastojao ostvariti, sve više ugrađuje javnopravni interes u sferu privatnopravnih odnosa – aludirajući na društvenu odgovornost UAIF-a (i posredno samih ulagatelja u AIF) uvodeći obvezu donošenja odgovornih odluka o ulaganju. Prvi takav zahvat u odnosu na UAIF vidljiv je u normiranju politike nagrađivanja, kao i zabrane raspodjele imovine portfeljnog društva. Time zakonodavac daje primat pravilima o društvenoj odgovornosti upravitelja AIF-a, naspram isključivog interesa ulagatelja. Ovim je mjerama nastojao suzbiti kratkoročni horizont ulaganja UAIF-ova te se založio za šire poimanje fiducijarne dužnosti. To vrijedi samo za portfeljna društva koja su društva izdavatelji, dok ciljna društva VC-a/PE-a i dalje ostaju izuzeta od toga. Stoga je mišljenje autorice, da bi de lege ferenda, zakonodavac u ZAIF trebao uvrstiti odredbu o zabrani raspodjele imovine portfeljnog društva na sve UAIF-ove pri ulasku u sva portfeljna društva, kako bi zalaganje zakonodavca za proširenjem društvene odgovornosti vrijedilo za sve AIF-ove i za sva portfeljna društva, te time posljedično suzbilo kratkoročni horizont ulaganja. Zakonodavac potiče društvenu odgovornost uvođenjem niza zaštitnih mehanizama u odnosu na



portfeljna društva potaknutih Direktivom o poticanju dugoročnog sudjelovanja dioničara, zatim Uredbom o taksonomiji, kojom podiže ljestvicu više u ispunjavanju fiducijarnih obveza UAIF-a i obveznim uvrštenjem ESG čimbenika pri donošenju odluke o odgovornom ulaganju, nalažući UAIF-u da u sinergiji s ulagateljima donese odluku o odgovornom ulaganju koja počiva na konceptu održivosti.

U cilju ispunjenja toga zahtjeva, zakonodavac bi trebao de lege ferenda donijeti metodologiju putem koje će UAIF-ovi jednoobrazno vrednovati rizike održivosti te zatim podzakonskim aktima de lege ferenda propisati pravila i procedure putem kojih će ih UAIF-ovi vrednovati i jednoznačno označavati. Time zakonodavac nameće UAIF-u viši standard fiducijarne dužnosti. Zahtjevima za povećavanjem standarda u postupanju UAIF-a, razvojem fondova i investicijske kulture, osvještavanjem ulagatelja o načinu ostvarivanja zaštite svojih prava, nesumnjivo će se utjecati i na viši stupanj društvene odgovornosti koje će upravitelji morati pokazati u vršenju svojih dužnosti.

No, „kako je pravo sredstvo za uravnoteženje interesa“ treba voditi računa da UAIF-ovi nisu sami u tom procesu, već je potrebno sudjelovanje i ostalih dioničara/udioničara koji svojom aktivnošću kroz korporativne alate u postojećem zakonodavnom okviru mogu pridonijeti dugoročnim interesima društva. Stoga je zakonodavac obuhvatio i uprave portfeljnih društava i njima nametnuo viši stupanj fiducijarnih dužnosti, obvezujući ih da pri donošenju odluka uvrste u razmatranje ESG čimbenike te kako oni utječu na radnike i sve dionike portfeljnog društva te njegove lance vrijednosti. Obveza se širi na uprave portfeljnih društava (velikih, ali i na uvrštena srednja i mala) da podnose izvještaj posloводства o održivim rizicima te obrazlože kako su procijenili ESG čimbenike. Međutim, ciljna društva VC-a/PE-a nisu obuhvaćena tom obvezom, ali da bi ona mogla konkurirati u potrazi za pribavljanjem kapitala, morat će se prilagoditi.

Stoga autorica predlaže da bi portfeljna društva, koja nisu društva izdavatelji, a nisu ni velika društva, de lege ferenda, vodeći računa o proporcionalnosti i skalabilnosti, s obzirom na to da su izuzeta iz zahtjeva za sastavljanjem izvještaja posloводства o održivosti, trebalo obvezati putem soft law instrumenata da se pridržavaju kodeksa koji je izradilo udruženje po segmentu industrije portfeljnog društva. Takva bi portfeljna društva trebala tom kodeksu pristupiti na dobrovoljnoj bazi te dok god bi se ona pridržavala obveza koje proistječu iz njega smatralo bi ih se usklađenim s ESG zahtjevima. (engl. sustainable complay) Na taj bi se način portfeljna

društva manje gospodarske snage obvezala na društveno odgovorno ponašanje, primijenjujući ESG čimbenike u svoje poslovanje i izvještavanje, ali s puno manje opterećenja za takva društva, koja ionako već nisu likvidna i ne mogu pokriti troškove svog poslovanja. S druge strane, VC-u/PE-u bi se omogućilo da pristupe podacima o samim portfeljnim društvima, smanjilo bi im se troškove dubinskog snimanja, a UAIF bi mogao ponuditi portfeljnom društvu kapital s manje inicijalnih troškova. To bi zasigurno pridonijelo svrsi AIF-a, a to je ulaganje putem diverzifikacije rizika i smanjenje transakcijskih troškova u cilju pribavljanja kapitala za portfeljna društva jer bi se proces relaksirao u pogledu troškova pa bi i cijena kapitala za portfeljna društva bila manja.

Zakonodavac nastoji putem društveno odgovornog ulaganja utjecati na ponašanje i UAIF-a i portfeljnog društva, nastojeći njihove ciljeve ujednačiti u cilju ekološki prihvatljivog ulaganja te posljedično i kreiranja održivog portfeljnog društva. U tom je nastojanju zakonodavac odlučio osnažiti ulogu uprave društva (i UAIF-a i portfeljnog društva) te ujedno i pooštriti njezinu odgovornost kroz viši standard dužne pažnje, ostvarivanjem dugoročnih interesa društva te integriranjem održivog razvoja pri donošenju korporativnih odluka.

Kroz „pravo kao sredstvo za nametanje svjetonazora“ razvoj regulatornog okvira popraćen je političkim utjecajem te predstavlja dugotrajan proces, stoga se kroz soft law alate nameću UAIF-u standardi ponašanja općeprihvaćeni u društvu kao izraz općeprihvaćenog svjetonazora. Autorica smatra da i dalje treba raditi na razvoju i usavršavanju dobrih praksi koje iznjedri sama fondovska industrija, time namećući standarde ponašanja kojima se dodatno pridonosi zaštiti ulagatelja, ali i jačanju povjerenja u samo tržište kapitala. Zatim bi de lege ferenda te pojačane standarde, zakonodavac treba uvrsti u zakon i time nametnuti viši standard fiducijarne dužnosti za UAIF. Takvim se pristupom nastoji postupanje upravljačkih tijela učiniti etičnim i u skladu s potrebama suvremenoga doba. Podizanjem financijske pismenosti i ulagatelja, UAIF-a, ali i upravljačkih struktura portfeljnih društava i ostalih dionika, neophodan je imperativ kako bi ova koherencija zaživjela, koja za posljedicu ima donošenje odluke o odgovornom ulaganju koje sadrži elemente održivosti te društveno odgovorno ponašanje, a UAIF se ponaša društveno odgovorno tek kada ispunjava svoju fiducijarnu dužnost.

Završno, autorica smatra da postupna izgradnja soft law sustava koji uređuje ponašanje UAIF-a pri odgovornom odabiru ulaganja udružena sa soft law sustavom koji uređuje fiducijarne obveze ulagatelja s jedne strane te EU zakonodavstvo koje uređuje pitanja održivosti s druge

uvelike podiže ljestvicu po kojoj se mjeri stupanj ispunjenja fiducijarnih obveza ili obveza dužne pažnje na obje strane investicijskog trokuta. U tom podizanju soft law ili regulatornih zahtjeva dolazi nužno do ujednačavanja, odnosno približavanja interesa portfeljnog društva i UAIF-a, jer UAIF će odgovorno ulagati samo ako portfeljno društvo ispunjava nove ESG zahtjeve održivosti, a portfeljno društvo koje je u potrazi za kapitalom, sve se češće mora prikazati kao ono koje može proći ESG test / test održivosti, odnosno ono u kojeg se isplati ulagati. Neprekidan pritisak EU zakonodavca koji stremi dugoročnosti, sporo, ali postupno mijenja pogled UAIF-a na svoja ulaganja, odnosno na portfeljno društvo. Mišljenje je autorice da sukobi interesa neće nestati i da i dalje trebaju postojati alati za njegovo preveniranje i razrješavanje, ali će s tom promjenom perspektive, „suprotne stranice“ trokuta postati više „paralelne“. Drugim riječima, u mjeri u kojoj se upravitelji imovine budu mogli identificirati s dugoročnim (što pogoduje opstanku portfeljnog društva) u toj mjeri će intenzitet sukoba interesa slabiti. Recentno EU zakonodavstvo o održivosti, izvještavanju o korporativnoj održivosti, kao i zakonodavstvo o poticanju dugoročnog dioničarstva upravi čine nužnim promjenu tog pogleda od onog koji se često naziva korporativnom miopijom prema onome koji pledira na to da društvo „traje u vremenu.“

Iako se ne može reći da navedene promjene jednako zahvaćaju sva potencijalna portfeljna društva, autorica smatra da jednak standard postupanja u pogledu kretanja prema održivosti/dugoročnosti nisu na isti način provedivi za mala i mikro društva koja su ciljna društva PE/VC fondova, jer se radi o društvima koja tek trebaju pokazati svoju sposobnost komercijalizacije onoga što razvijaju – proizvoda ili usluga. U tom pogledu autorica se zalaže za širenje spektra zaštite i na ta društva, ali pritom poštujući zahtjeve proporcionalnosti i skalabilnosti.

## 6. LITERATURA

### 6.1. Knjige

1. Armour, John, Hansmann, Henry, Krakman, Reinier, Agency problems and Legal strategies, The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach, Oxford, Oxford University Press, 2017.
2. Athanassiou, Phoebus (ed.), Research Handbook on Hedge funds, Privateequity and Alternative Investments, Cheltenham, UK; Northampton, MA, Elgar Edward, 2012.
3. Barbić, Jakša, Pravo društava knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I., Dioničko društvo, 5. izmijenjeno i dopunjeno izd., Zagreb, Organizator, 2010.
4. Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, 3. izmijenjeno i dopunjeno izd., Zagreb, Organizator, 2005.
5. Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga prva - Opći dio, 3. izmijenjeno izd., Zagreb, Organizator, 2008.
6. Bebek, Borna, Kolumbić, Antun, Poslovna etika, Zagreb, Sinergija, 2003.
7. Bergman, George A., Proportionality and Subsidiarity, u: Barnard, C., Scott, J., The Law of the Single European Market, Oxford; Portland, Hart, 2002.
8. Birdthistle, William A., Morley, J. (ed.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2018.
9. Bratton, William W., McCahery, Joseph A. (eds.), Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and regulation, Oxford, Oxford University Press, 2015.
10. Braut Filipović, Mihaela, Pravni položaj i odgovornost depozitara UCITS fondova, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2015.
11. Čapeta, Tamara, Rodin, Siniša, Osnove prava Europske unije, Zagreb, Narodne novine, 2011.
12. Cheesman, Henry R., Contemporary Business Law, 3rd ed., New Jersey, Prentice Hall, Upper Saddle River, 2000.
13. Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, Braut Filipović, Mihaela, Grković, Nikolina, Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2013.
14. Cumming, Douglas (ed.), The Oxford Handbook of Venture Capital, New York, Oxford, Oxford University Press, 2012.
15. Cumming, Douglas John, Sofia, A., Venture capital and private equity contracting: An international perspective, Amsterdam, Elsevier, 2014.
16. Daft, Richard L., TheNew Era of management, International Edition, Mason, Ohio, South-Western/Cengage Learning, 2011.
17. Davies, Paul, Gower, Davies Principles of Modern Company Law., 7th ed., London, Sweet & Maxwell, London, 2003.
18. Derenčinović Ruk, Morana, Razvoj i pravno uređenje sukoba interesa i instituta usklađenosti na hrvatskom tržištu kapitala: doktorska disertacija, Zagreb, Pravni fakultet u Zagrebu, 2016.
19. Dickson Paul, United Kingdom, u: The Asset management Review, 2019., 5th ed., London, Law Business Research Ltd.
20. Farrar, John H. ... [et al.], Company Law, 4th ed., London, Dublin and Edinburgh, Butterworths, 1998.
21. Frase, Dick, Law and Regulation of Investment Management, 2nd ed., London, Sweet & Maxwell, 2010.

22. Gold, Andrew S., Miller Paul, B. (ed.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford, Oxford University Press, 2014.
23. Gorenc, Vilim (ur.), Slakoper, Zvonimir, Filipović, Vladimir, Brkanić, Vlado, *Komentar Zakona o trgovačkim društvima*, RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, Zagreb, 2004.
24. Gorenc, Vilim, Ćesić, Zlatko, Buljan, Vesna, Brkanić, Vlado, *Komentar Zakona o trgovačkim društvima, 4. izmijenjeno i dopunjeno izd.*, RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, Zagreb, 2008.
25. Gruhn, Alice M., *Die deutsche Investmentaktiengesellschaft – Ein Investmentfondsprodukt im Mantel einer Aktiengesellschaft*, Berlin, Logos-Verl., 2011.
26. Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, Pecotić Kaufman, Jasminka, *Uvod u europsko pravo društava*, Zagreb, Školska knjiga, 2010.
27. Josipović Tatjana, *Načela europskog prava u presudama Suda europske zajednice*, Zagreb, Narodne novine, 2005.
28. Kenny, Mel, Devenney, James, Fox OMahony, Lorna Fox, *Unconscionability in European Private Financial Transactions – Protecting the Vulnerable*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010.
29. Köndgen, J., Schmies, C., § 113. *Investmentgeschäft*, u: Schimansky, H., Bunte, H.-J., Lwowski, H.-J. (eds.), *Bankrechts-Handbuch*, München, 2017., str. 224
30. Kremer, Claude, Lebbe, Isabelle, *Organismes De Placement Collectif et Véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, 3. ed., Bruxelles, Larcier, 2007.
31. Kršnjavi, Mladen, *Korporativno upravljanje u Hrvatskoj s komparativnim prikazom u zemljama Europske unije*, Zagreb, Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet, 2016.
32. Krueger Dirk, *Makroekonomika (Intermediate Macroeconomics)*, prevedeno i prilagođeno po Bićanić, Ivo ... [et al.], Zagreb, Ekonomski fakultet, 2009., str. 10., dostupno na: [https://www.efzg.unizg.hr/UserDocImages/za%20studente/elektronicki%20udzbenici/Krueger\\_Makroekonomika.pdf](https://www.efzg.unizg.hr/UserDocImages/za%20studente/elektronicki%20udzbenici/Krueger_Makroekonomika.pdf) (17.11.2021.)
33. Landström, Hans (ed.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007.
34. Levin, Jack S., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, The Hague, Wolters Kluwer, Law & Business, 2011.
35. Lutter, Marcus, *Theorie der Mitgliedschaft*, 180 *Archiv für die civilistische Praxis*, vol. 84, br. 103(1980), str. 84-159.
36. Maitland, Frederic W., *Equity: A course of lectures*, Cambridge, Cambridge University Press, 1909., 1936.
37. Miller, Paul B., Gold, Andrew S., *Contract, Status, and Fiduciary Law*, Oxford, Oxford University Press, 2017.
38. Mishkin, Frederic S., Eakins, G., *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb, Mate d.o.o., Copyright 2019., prijevod s izdanja na engl. jeziku pod nazivom *financial markets and institutions*, 8<sup>th</sup> ed., Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G., published by Pearson Education, Inc., 2015.
39. Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014.
40. Padjen, Ivan, *Metodologija pravne znanosti: pravo i susjedne discipline*, Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2015.
41. Pojatina, Davor, *Tržište kapitala*, Split, Ekonomski fakultet Split, 2000.
42. Prohaska, Zdenko, *Upravljanje vrijednosnim papirima*, Zagreb, Poslovna knjiga; Infoinvest, 1994.
43. Rodin, Siniša, Ćapeta, Tamara, *Osnove prava Europske unije – gradivo za cjeloživotno obrazovanje pravnika*, Zagreb, Narodne novine, 2009.

44. Rodin, Siniša, Čapeta, Tamara: Učinci Direktiva Europske unije u nacionalnom pravu, Tiskara Znanje, 2008.
45. Schermaier, Martin J., Bona fides in Roman contract law, u: Zimmermann, R., Whitaker, S. (eds.), Good faith in European Contract Law, Cambridge, Cambridge University Press, 2000.
46. Shubert, Claudia, Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, BGB Band 1, Allgemeiner Teil, München, CH Beck, 2018., str. 181., članak 262. BGB (Bürgerliches Gesetzbuch – Zakon o obveznim odnosima)
47. Şişmangil, Erdem H., Creditor Protection in Private Equity-Backed Leveraged Buyout and Recapitalisation Practices, BWV- Berliner Wissenschafts-Verlag GMBH, 2014.
48. Sommer, Claudia, Private Equity Investments: Drivers and Performance Implications of Investment Cycles, Springer Gabler, 2013.
49. Spangler, Timothy, The Law of Private Investment Funds, 3rd ed., Oxford, Oxford University Press, 2018.
50. Tipurić, Darko, Nadzorni odbor i korporativno upravljanje, Zagreb, Sinergija nakladništvo d.o.o., 2006.
51. Tübke, Alexander, Success Factor of Corporate Spin-offs, ISEN International Studies in Entrepreneurship, New York Springer, 2004.
52. Vander, Stichele Myriam, Financial Regulation in the European Union, Mapping EU decisions making structures on financial regulation and supervision, 2008., str. 15-20., dostupno na: <https://www.somo.nl/wp-content/uploads/2008/12/Financial-Regulation-in-the-European-Union.pdf> (17.11.2021.)
53. Vedriš, Mladen, Klarić, Petar, Građansko pravo, Zagreb, Narodne novine, 1998.
54. Visković, Nikola, Pojam Prava, Prilog integralnoj teoriji prava, 2. izd., Split, Pravni fakultet u Splitu, Logos, 1981.
55. Wymeersch, Eddy (ed.), Alternative Investment Fund Regulation, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012.
56. Zetzsche, Dirk A. (ed.), Alternative Investment Funds Managers Directive, 2<sup>nd</sup> ed., The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015.
57. Zetzsche, Dirk A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012.
58. Zetzsche, Dirk A., Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzbuches, Die Aktiengesellschaft, 2013.
59. Zimmermann, Reinhard, Whittaker, Simon, Good faith in European contract law – surveying the legal landscape, Cambridge, Cambridge University Press, 2008.

## 6.2. Članci

1. Ahern, Deidre, The Mythical Value of Voice and Stewardship code in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement Make, Cambridge Yearbook of European Legal Studies, vol. 20, (2018), str. 88-115., dostupno na: <https://doi.org/10.1017/cel.2018.8> (20.6.2020.)
2. Aleksić, Ana, Poslovna etika-element uspjehnog poslovanja, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, vol. 5, (2007), str. 419-429., dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/26144> (11.10.2019)
3. Antonczyk, Ron, Breur, Wolfgang, Bretel, Malte., Venture capital in Germany: The role of venture capital firms experience, ownership structure, and agency problems, u: Cumming, D. J. (ed.), John Sofia, A., Venture capital and private equity contracting: An international perspective, Amsterdam, Elsevier, 2014., str. 571-599.

4. Appelbaum, Eileen, Batt, Rose, Clark, Ian, Implications of Financial Capitalism for employment relations research: Evidence from crash of trust and implicit Contracts in Private Equity Buyouts, str. 498-518., dostupno na: [http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/35057/1/Clark\\_12586.pdf](http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/35057/1/Clark_12586.pdf) (19.7.2020)
5. Asplund, Aino, Lost in Accountability. 'Comply or Explain', 'Apply or Explain' and 'Apply and Explain' in a test: The Barriers to Company Benefit? (September 18, 2020). University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2020-24, International and Comparative Corporate Law Journal, vol. 13, br. 3(2019), dostupno na: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3695010> (6.11.2023.)
6. Azizi, Victoria S., The Magic of Corporate Social Responsibility: An academic perspective; dostupno na: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/amslawf12&div=4&id=&page=> (11.6.2020.)
7. Banal-Estanol, Albert, Ippolito, Filippo, Contractual Terms and Conditions in Private Equity Partnership Agreements, str. 1-46., dostupno na: <https://www.semanticscholar.org/paper/Contractual-Terms-and-Conditions-in-Private-Equity-Banal-Esta%C3%B1oIppolito/> (5.4.2020.)
8. Barbić, Jakša, Društveni ugovor kao pravni posao na kome se temelji društvo: Godišnjak Aktualnosti Hrvatskog zakonodavstva i pravne prakse, Građansko, trgovačko, radno, parnično, ovršno i upravno pravo u praksi – Godišnjak 19-2012., Zagreb, Organizator, 2012., str. 67-124.
9. Barbić, Jakša, Pravo na dividendu kao temeljno imovinsko pravo dioničara, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 62, br. 5-6(2012), str. 1413-1443.
10. Baretić, Marko, Načelo savjesnosti i poštenja u obveznom pravu, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 24, br. 1(2003), str. 571-616.
11. Baretić, Marko, Ugovor o nalogu, Godišnjak - Društvo za građanskopravne znanosti i praksu Hrvatske, br. 1(2019), str. 223-260.
12. Barić, Sanja, Ružić, Lena, Sekundarno zakonodavstvo EU i parlamentarni nadzor nad nacionalnom egzekutivom, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29, br. 2(2008), str. 787-824.
13. Beber, Alessandro, Pagano, Marko, Short-selling Bans around the World, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 10/106/2 DSF1, str. 1-49., dostupno na: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/86925/1/10-106.pdf> (21.10.2020)
14. Bengtsson, Ola, Financial Contracting in US Venture Capital: Overview and Empirical Evidence, u: Cumming, D. J. (ed.), The Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford, Oxford University Press, 2012.
15. Bengtsson, Ola, Ravid, Abraham S., The Geography of Venture Capital Contracts, Working Paper, University of Illinois at Champaign-Urbana and Yeshiva University, str. 3-43., dostupno na:
16. Bengtsson, Ola, Sensoy, Berk A., Changing the Nexus: The Evolution and Renegotiation of Venture Capital Contracts, Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA) (2013), str. 1-46., dostupno
17. Bennebroek, Gravenhorst J. H., Destrée, C. C., The AIFMD s Impact on Real Estate Funds (and its Dutch Implementation), u: Zetsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 611- 621.
18. Benston, George J., Hartgraves Al L., Enron – What happened and what we can learn from it, Journal of accounting and public policy, vol. 21 (2002), str. 105-127., dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.467.6520&rep=rep1&type=pdf> (26.12.2020.)
19. Bilić, Antun, Petrović, Siniša, Odgovornost članova organa društava u faktičnom koncernu; Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol 39, br. 2(2018), str. 727-752.

20. Bilić, Antun, Petrović, Siniša, Učinkovito upravljanje u koncernu, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, Posebni br. 4(2018), str. 627-1653.
21. Block, J., De Vries, G., Sandner, P., Venture capital and the financial crisis: an empirical study across industries and countries, u: Cumming, D. J. (ed.), The Oxford Handbook of Venture Capital, New York, Oxford, Oxford University Press, 2012., str. 37-60.
22. Böckli, Peter, Davies, Paul, Ferran, Eilis, Ferrarini, Guido, Garrido, José, Hopt, J. Klaus, Pietrancosta, Markus Roth, Shareholder Engagement, and Identification (February 23, 2015), dostupno na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2568741P> (12.2.2021.)
23. Bouvier, Laurent, Nisar, Tahir, M., Designs and impacts of securitized leveraged buyouts; str. 1-12., dostupno na: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2015.1009307> (7.6.2020.)
24. Bratton, William W., Wachter, Michael L., The Case against shareholder empowerment, u: Bratton, William W., McCahery, Joseph A., Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and regulation, Oxford, Oxford University Press, 2015., str. 653-728.
25. Braut Filipović, Mihaela, Položaj članova uprave dioničkog društva pri sklapanju ugovora u ime društva, ali s osobnim interesom u pravnom poslu, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 62, br. 4(2012), str. 1137-1173., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/94481> (31.7.2020.)
26. Brav, Alon, Jiang, Wei, Partnoy, Frank, Thomas, Randall, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and regulation, Oxford, Oxford University Press, 2015., str. 261-304.
27. Bruining, Hans, Verwaal, Ernst, Wright, Mike, Private equity, and entrepreneurial management in management buy-outs, str. 591-605., dostupno na: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-011-9386-8> (7.6.2020)
28. Bullard, Mercer, The Fiduciary Study, A triumph of substance over Form, 30 Rev. Banking & Fin. L., br. 171 (2010-2011), dostupno na: <http://www.bu.edu/law/journals-archive/banking/archives/documents/volume30/fiduciarystudysubstanceoverform.pdf> (15.10.2020.)
29. Burchard Jens ... [et al.], Venture capital contracting in theory and practice; Implications for entrepreneurship research, Entrepreneurship: Theory and practice, str. 25-48., dostupno na: <https://openaccess.city.ac.uk/id/eprint/6065/6/> (3.11.2020.?)
30. Busenitz, Lowell W., Innovation, and performance implications of venture capital involvement in the ventures they fund, u: Landström, Hans (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 8., str. 219-235.
31. Cahn Andreas, The Shareholders Fiduciary Duty in German Company Law, Nordic@ European Company Law, LSN Research Paper Series, No. 18-13., dostupno na: [www.poseidon=1.ssrn.com](http://www.poseidon=1.ssrn.com) (3.12.2020.)
32. Cavalier, Georges A., France: taxation of Hedge Funds and Their Managers, u: Wymeersch, E. (ed.), Alternative Investment Fund Regulation, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 153-172.
33. Chemla, Gilles ... [et al.], An Analysis of Shareholder Agreements; Journal of the European Economic Association, vol. 5, br. 1(2007.), str. 93-121., dostupno na: [https://www.zora.uzh.ch/id/eprint/63184/1/Chemla\\_An\\_Analysis\\_of\\_Shareholder\\_Agreements.pdf](https://www.zora.uzh.ch/id/eprint/63184/1/Chemla_An_Analysis_of_Shareholder_Agreements.pdf) (6.11.2020.)
34. Chilosi, Alberto, Damiani, Mirella, Stakeholders vs shareholders in corporate governance; str. 1-49., dostupno na: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/2334/> (25.7.2020.)
35. Chincarini, Ludwig, Hedge funds – an introduction, u: Athanassiou Phoebus (ed.), Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments, Cheltenham, UK, Northampton, MA, Elgar Edward, 2012., pogl. 1., str. 13-61.



36. Clark, Ian, Financialization, ownership and employee interests under private equity at the AA, part two, *Industrial Relations Journal*, str. 238-252., dostupno na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/irj.12137> (31.8.2021.)
37. Clerc, Christophe, The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms, u: Zetzsche, D. A. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, The Hague, Wolters Kluwer, 2015., str. 649-666.
38. Clerc, Christophe, The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms, u: Zetzsche, D. A. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds*, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 575-591.
39. Clerc, Christophe, The AIFMD s Transposition in France, u: Zetzsche, D. A. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds*, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., str. 837-847.
40. Clerc, Christophe, Dege, Jacques, France, u: Zetzsche D. A. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds*, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 729-735.
41. Clercq, Dirk D., Manigart, Sofhie, The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement, u: Landström, H. (ed.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., str. 193-218.
42. Coffee John, C., Understanding Enron, Its about the Gatekeepers, Stupid, Columbia Law School, 2002., dostupno na: [https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2272&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2272&context=faculty_scholarship) (26.12.2020.)
43. Coffee, John C., Hedge Fund Activism: What do we Know nad not Know?, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2015., pogl. 4., str. 694-706.
44. Couret, Alain, France, u: Wymeersch, Eddy, *Alternative Investment Fund Regulation*, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 111-152.
45. Crnković, Boris, Požega, Željko, Karačić, Domagoj, Izazovi korporativnog upravljanja u državnim poduzećima – Hrvatske perspektive, *Ekonomski vjesnik: Reviw of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, vol. 24, br. 2(2011), str. 279-292.,
  46. Cumming, Douglas J., Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting, *Journal of Business Venturing*, 20.5 (2005), 573-622., str. 583-584.
47. Cumming, Douglas J., Sofia, A., Hedge fund regulation and governance, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2015., str. 545-581.
48. Cumming, Douglas, Fleming, Grant, Schweinbacher, Armin, The structure of venture capital funds, u: Landström, H. (ed.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 5., str. 155-176.
49. Cumming, Douglas, Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds – *Journal of business venturing*, vol. 22, (2007), str. 193-235., dostupno na: [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com) (22.5.2016.)
50. Cumming, Douglas, Na Dai, Johan, Sofia, A., Hedge fund regulation and governance, u: Bratton, W.W., McCahery, J. A., (eds.), pogl. 4., str. 551.,
51. Cumming, Douglas, Walz Uwe, Private equity returns and disclosure around the world, *Journal of International business studies*, (2010), str. 727-754., dostupno na: [www.jibisnet](http://www.jibisnet)

52. Čerkić, Šejla M., Maksime engleskog prava pravičnosti, str. 199-210., dostupno na: [www.prf.unze.ba](http://www.prf.unze.ba) (16.10.2020.)
53. Čulinović Herc, Edita, Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (diničara) protiv uvrštenih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30, br. 1(2009), str. 135-170., dostupno na: [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=80378](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=80378) (15.4.2020.)
54. Čulinović-Herc, Edita, Grković, Nikolina, Odjeci financijskog skandala Madoff u parničnoj praksi zemalja članica Europske unije na primjeru fonda Luxalpha SICAV, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 63, br. 3-4(2013), str. 593-615.
55. Čulinović-Herc, Edita, Položaj (kvalificiranih) ulagatelja i novi oblici ulaganja prema Zakonu o investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 56, Posebni br. (2006), str. 45-85.
56. Čulinović-Herc, Edita, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 38, br. 1(2017), str. 51-89.,
57. Čulinović-Herc, Edita, Braut, Mihaela, The Role of CESR in EU Securities Market Law from technical advisor to sectoral supervisor, Die Offene Methode der Koordinierung in der Europäischen Union; Open Method of Coordination in the European Union, br. 1(2010), str. 263-283, dostupno na: <https://www.bibirbhr/451925>
58. Čulinović-Herc, Edita, Grković Nikolina, Stečajne i parnične implikacije financijskog skandala Madoff na primjeru MAXAM fonda i Thema SICAV UCITS fonda, u: Garašić, J. (ur.), Europsko građansko procesno pravo – Aktualna pitanja, Zagreb, Narodne novine, 2013., str. 251-278.
59. Čulinović-Herc, Edita, Grković, Nikolina, Impact of the Madoff Scandal on the Forthcoming UCITS V Directive, u: Kandžija, V., Kumar, A. (eds.), Economic integrations, competition and cooperation: Accession of the Western Balkan Countries to the EU, Rijeka, Ekonomski fakultet u Rijeci, 2013., str. 168-182.
60. Čulinović-Herc, Edita, Insolventnost i investicijski fondovi, u: Barbić (ur.), Hrvatsko insolventno pravo, Zagreb, Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti, 2014., str. 163-183.
61. Čulinović-Herc, Edita, Madžarov Matijević, Sara, Companies in the Blockchain Era, The Importance of Corporate culture, u: Sander, Gerald G., Pošćić, Ana, Martinović, Adrijana (eds.), Exploring the social dimension of Europe, Hamburg, Verlag dr. Kovač, 2021., str. 443 – 457.
62. Čulinović-Herc, Edita, Način postupanja investicijskih društava prema klijentima pri obavljanju investicijskih usluga i sporovi zbog povrede tih pravila, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 31, Supplement br. 1(2010), str. 51-83.
63. Čulinović-Herc, Edita, Rumora Marinac, Sanja, Braut Filipović, Mihaela, Pravno uređenje odnosa članova u zatvorenim (closely held) društvima na primjeru hrvatskog društva s ograničenom odgovornošću, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 1(2018), str. 45-90., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/199389> (11.3.2020.)
64. Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, (Ne)objavljivanje podataka o promjenama u korporativnoj strukturi uvrštenog dioničkog društva i utjecaj na prelazak kontrolnog praga – novi pojavni oblici držanja dionica ispod radara regulatora, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 34., br. 1(2013), str. 37-81, dostupno na: Hrcak ID: 116270 (5.1.2022.)
65. Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, Tackling, empty voting in the EU: the shareholders rights directive and the revised transparency directive, Croatian Yearbook of European Law and Policy, vol. 11, (2015), str. 133-160.
66. Dallas, Lynne, Barry, Jordan M., Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting, (2015), 40 Delaware Journal of Corporate Law 541 (2015), San Diego Legal Studies Paper,

- br. 15-194(2015), str. 543-645., dostupno na: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2625926> (28.11.2020.)
67. David, J. Denis, Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence; Elsevier-Journal of corporate finance, vol. 10, (2004), str. 301-326., dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.466.141&rep=rep1&type=pdf> (2.8.2020.?)
68. De Backer, Pierre, Bauer, Emmanuelle, Luxembourg, u: Dickson, Paul (ed.), The Asset management Review, 2019., str. 212-230.
69. De Fontenay, Elisabeth, Private Equity Firms as Gatekeepers, Review of Banking & Financial Law, vol 33(2014), str. 115-189., dostupno na: [https://scholarship.law.duke.edu/faculty\\_scholarship/3103](https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3103) (21.01.2020.)
70. Deli, Daniel N., Varma, Ray, Closed-end versus open-end: the choice of organizational form, Journal of Corporate Finance, vol. 8, 1(2002), str. 1-27., dostupno na: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00038-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00038-4) (2.11.2020.)
71. **Derenčinović Ruk, Morana, Braut Filipović, Mihaela, Audić Vuletić, Suzana, Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds?, InterEULawEast: Journal for the international and European law, Economics and Market Integrations, vol. 7, br. 2(2020), str. 167-175.**
72. Derenčinović Ruk, Morana, Restrukturiranje društva u poteškoćama i tržište kapitala – vrste i upravljanje sukobom interesa, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 4 (Posebni broj) (2018), str. 1655-1689.
73. Derenčinović Ruk, Morana, Usklađenost (Compliance) i sukob interesa na tržištu kapitala – Teorijski i praktični pregled s posebnim osvrtom na propise „fondovske industrije“ , Pravo u gospodarstvu, br. 4(2015), str. 722-724.
74. DeSloovere, Frederick J., Equity and Reason of a Statut, Cornell Law Review, vol. 21, br. 4.(1936.), str. 591-613., dostupno na: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1373&context=clr> (28.12.2021.)
75. Dobrauz Saldapenna, Guenther, Switzerland, u: Zetzsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, Tahe Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 645-652.
76. Dobrauz-Saldapenna, Günther & Tettamanti Claudio, Liechtenstein, u: Zetzsche, D. A., (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 685-695.
77. Dornseifer, Frank, Hedge Funds and Systemic Risk Reporting, u: Zetzsche, D. A. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., pogl. 33., str. 546 -567.
78. Dornseifer, Frank, Hedge Funds and Systemic Risk Reporting, u: Zetzsche, D. A., Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., pogl. 22., str. 627-647.  
dostupno na: [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=112973](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=112973) (1.8.2018.)
79. Dujanović, Marčelo, Poslovna etika u funkciji managementa, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, vol. 21, br. 1(2013), str. 53-63., dostupno na: [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=152321](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=152321) (28.12.2018.)
80. El Ghoul, Sadok, Guedhami, Omrane, Kwok, Chuck, Mishra, Dev, Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?, Journal of Banking and Finance, vol. 35, br. 9(2011), str. 2388–2406.
81. Emde, Thomas, The Implementation of the AIFMD in Germany, u: Zetzsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., pogl. 35., str. 819-837.

82. Faust, A., Verhaltensregeln und Compliance, u: Schimansky, H., Bunte, H-J., Lwowski, H-J., Bankrecht Handbuch, Band 2., 4. Aufl., Munchen, Verlage C.H.Beck, 2011., Rbr. 29.
83. Ferran, Eilis, The Regulation of Hedge funds and Private equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis, Law working paper No. 176/2011, str. 2-32., dostupno na: [http://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/SSRN-id1762119.pdf](http://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id1762119.pdf) (20.10.2016.)
84. Fisch, Jille, Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries, (2010), Faculty Scholarship at Penn Law, 306., str. 1962-2040., dostupno na: [https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=1305&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=1305&context=faculty_scholarship) (4.2.2021.)
85. Freshfields Bruckhs, Deringer, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment, Report produced for the Asset management Working Group of the UNEP Finance Initiative, 2005, dostupno na: [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf) (7.7.2020.)
86. Friedman, Milton, The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, The New York Time Magazine, 1970., dostupno na: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf> (8.11.2020.)
87. Gelter, Martin, Hellinger, Genevieve, Fiduciary Principles in European Civil Law Systems; 2018, Oxford Handbook of Fiduciary Law, Law Working Paper, No. 392/2018, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=3142202> (23.10.2020.)
88. Gerard, Bruno, ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review. Beta, vol. 33, br 1(2019), str. 61-83., dostupno na: <https://www.universitetsforlaget.no/Tidsskrift/Open.aces> (5.7.2020.)
89. Gill, Amiram, Corporate Governance and Social Responsibility: A Research Agenda, Berkeley Journal of International Law, vol. 26, (2008), str. 452, dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1078014> (11.11.2016.)
90. Giurca Vasilescu, Laura, Business angels: potential financial engines for starts-ups, Ekonomska istraživanja, vol. 22, br. 3(2009), str. 86-98., dostupno na: [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=73043](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=73043) (21.12.2021.)
91. Giurca Vasilescu, Laura, Financing gap for SMES and the mezzanine capital, Economic research - Ekonomska istraživanja, vol. 23, br. 3(2010), str. 57 – 67., dostupno na: Hrcak ID: 59418 (15.1.2022.)
92. Goić, Srećko, Teorija agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenom poslovanju, Računovodstvo i financije, br. 11(1995), 1995., str. 84-?
93. Goltz, Felix, Schroder, David, Hedge Reporting u Athanassiou, Phoebus (eds.), Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments, Cheltenham, UK; Northampton, MA, Elgar Edward, 2012., pogl. 6., str. 170-196,
94. Gompers Paul, Gornal, William, Kaplan, Steven, Strebulaev, Ilya, How do venture capitalist make decisions, Journal of Financial Economics, str. 1- 64., dostupno na: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w22587/w22587.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22587/w22587.pdf) (11.6.2020.)
95. Gompers, Paul, Optimal Investment, Monitoring, and Staging of Venture Capital. Journal of Finance, vol. 50, br. 5(1995), str. 1461-1489.
96. Graziadei, Marcia, Virtue und Utility, Fiduciary Law in Civil Law and Common Law Jurisdictions, u: Gold S. A., Miller P. B. (eds.), Philosophical Foundations of Fiduciary Law, Oxford, Oxford University Press 2014., str. 287-302.,
97. Greig, James, United Kingdom, u: Zetsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 697-710.

98. Grgić, Mladenka, Derenčinović Ruk, Morana, Upravljanje rizicima, unutarnja kontrola i compliance u društvima za osiguranje, investicijskim društvima i društvima za upravljanje fondovima: Zbornik 55. Susreta pravnika Opatija 2017., Zagreb, Sveučilišna tiskara, 2017., str. 103-230.
99. Grigoleit, Hans C., Directors Liability, and enforcement mechanisms from the German Perspective. General structure and key issues - From German perspective, u: Fleischer, Holger, Kanda, Hideki, Kim, Kon Sik, Mülberr, Peter (eds.), German and Asian perspectives on Company Law, vol. 118., Tübingen, Mohr Siebeck, str. 1-26., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2728726> (21.11.2020.)
100. Groh, Alexander, The Capital Flow from Institutional Investors to Entrepreneurs, u: Cumming, D. J. (ed.), The Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford, Oxford University Press, 2012., str. 15-36.
101. Grundmann, Stefan, The Evolution of Trust and Treuhand in the 20th Century The Evolution of Trust and Treuhand in the 20th Century Comparative Studies in Continental and Anglo-American Legal History, vol. 19, (2020), str. 469-494., dostupno na: <https://heinonline-org.ezproxy.nsk.hr/HOL/LuceneSearch?terms=Grundmann+Stefan%3B+The+evolution+of+trust&collection=all&searchtype=advanced&typea=text&tabfrom=&submit=Go&all=true> (23.10.2020.)
102. Guido, Giese, Linda-Eling, Lee, Dimitris Melas, Zoltán, Nagy, Laura, Nishikawa, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, dostupno na: <https://www.evidenceinvestor.com/wp-content/uploads/2021/11/Foundations-of-ESG-Investing-Part-1.pdf> (31.10.2022.)
103. Hansmann, Henry, Pargendler, Mariana, The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption, The Yale Law Journal, vol. 123, br. 4., god. 2014, str. 948-1007., dostupno na: [www.digitalcommons.law.yale.edu](http://www.digitalcommons.law.yale.edu) (datum?)
104. Harrison, David, Hedge fund regulation throat competition law principles – some reflections, u: Athanassiou, P. (ed.), Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments, Cheltenham, UK; Northampton, MA, Elgar Edward, 2012., str. 269-290.
105. Hart, Oliver D., Financial Contracting, dostupno na: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=269214>:
106. Hasić, Tea, Dužnost dioničara na lojalno postupanje prema društvu i ostalim dioničarima, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 34, br. 2(2013), str. 785-815.
107. Hellman, Thoas, Manju Puri, Venture Capital and the Professionalization of Startup Firms: Empirical Evidence, Journal of Finance, br. 57(2002), str. 169-197., dostupno na: <https://leeds-faculty.colorado.edu/Bhagat/VC-ProfessionalizationStartup.pdf> (12.3.2020.)
108. Henry, Hu, T.C., Bernard, Black S., Debt, Equity, and Hybrid Decoupling, Governance and Systemic risk implications, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and regulation, Oxford, Oxford University Press, 2015., str. 349-351.
109. Holger, Fleischer, Hupka, Jan Germany, u: Wymeersch Eddy (ed.), Alternative Investment Fund Regulation, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 183-204.
110. Hong, Harrison, Kacperczyk, Marcin, The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets, Journal of Financial Economics, vol. 93, br. 1(2009), str. 15–36.
111. Hooghiemstra, Sebastiaan, The Netherlands, u: Zetzche D. A. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 661-670.
112. Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, Europsko društvo Societas Europea kao novost u hrvatskom pravu, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, vol. 5, br. 1(2007), str. 127-152., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/26127>.

113. Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, Neovisnost i nagrađivanje članova nadzornih odbora i neizvršnih direktora, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, god. 48, br. 1(2011), str. 33-56.
114. Horak, Hana, Dumančić, Kosjenka, Pravilo poslovne prosudbe u Hrvatskom i pravu SAD, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29, br. 2(2008), str. 975-1008.
115. Horak, Hana, Poljanec, Kristijan, Recent Developments in European Company Law: A way forward to more social Europe; InterEULawEast, Journal for the International and european law, economics, and market integrations, vol. 5, br. 2(2018), str. 151-167., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/213662>  
<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/GeographyVentureCapitalContracts.pdf> (28.2.2021.)
116. Ibrahim, Darian M., The New exit in Venture Capital, Faculty Publications, 1686, (2012), str. 2-30., dostupno na: <https://scholarship.law.wm.edu/facspubs/1686> (13.6.2020.)
117. Ilić, Miroslav, Odrednice rizika i povrata Alternativnih investicijskih fondova; Poslovna izvrsnost, vol 11, br. 1(2017), str. 71-88., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/182910> (21.10.2020.)
118. Ivanović, Vanja, Vejzagić, Vanja, Tourism and Hospitality Management, vol. 11, br. 2(2005), str. 155-161.,
119. Ivanović, Zoran, Strategija arbitražnog određivanja cijena vrijednosnica, Ekonomski pregled, vol. 51, br. 11-12(2000), str. 1176-1193.
120. Ivković, Ivan, Odgovornost temeljem odnosa povjerenja, Pravo u gospodarstvu, Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu, vol. 59, br. 2(2020), str. 197-307.
121. Johnson, Lyman P. O., Protecting mutual fund investors: an inevitable eclecticism; u Birdthistle, William A., Morley, John (eds.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2018., str. 141- 163.
122. Jurić, Dionis, Direktiva (EU) 2017/828 o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara i njezina implementacija u Hrvatsko zakonodavstvo, Pravni vjesnik, vol. 35, br. 3-4(2019), str. 243- 260.
123. Jurić, Dionis, Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29, br.1(2008), str. 149-185.
124. Jurić, Dionis, Isključenje člana iz društva s ograničenom odgovornošću, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 44, br. 1(2023), str. 269-290.
125. Jurić, Dionis, Pravo manjinskih dioničara na podnošenje tužbe u ime dioničkog društva protiv članova uprave i nadzornog odbora, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol 28, br. 1(2007), str. 541-586.
126. Jurić, Dionis, Transparentnost statusnih i financijskih odnosa povezanih društava, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, vol. 27, br. 2(2006), str. 939-984; dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/25248> (16.05.2020.)
127. Jurić, Dionis, Zubović, Antonija, Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja dioničkih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30, br. 1(2009), str. 291-331.,
128. Kaplan, Steven N., Stromberg Per, Leveraged buyouts and private equity, Journal of Economic Perspectives, vol. 23, br. 1(2009), str. 121-146., dostupno na: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121> (8.6.2020.)
129. Kaplan, Steven N., Stromberg, Per, How Do Venture Capitalist Choose Investments? str. 1-40., dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.5607&rep=rep1&type=pdf> (8.2.2020.)

130. Karlović, Tomislav, Fiducijarni prijenos vlasništva i trust – uvodna razmatranja o mogućnosti primjene Haške konvencije o pravu mjerodavnom za trust i o njegovom priznavanju, Zbornik Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 55, br. 3(2018), str. 579-605.
131. Kelly, Peter, Business Angel research: The road traveled and journey ahead, u: Landström, H. (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 12., str. 315-331.
132. Khedmati, Amir, Fiduciary Duties in Stakeholder model of Corporate Governance; Fordham Journal of Corporate & Finance Law, dostupno na: <https://news.law.fordham.edu/jcfl/2020/10/27/fiduciary-duties-in-a-stakeholder-model-of-corporate-governance/> (9.11.2020.)
133. Kim, Soohun, Yoon, Aaron S., Analyzing Active Managers Commitment to ESG: Evidence from United Nations Principles for Responsible Investment, 2020., dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3555984](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3555984) (8.7.2020.)
134. Kirk, E., Open-ended versus closed-ended funds – what's the difference? Equity, vol. 33., br. 10(2019), str. 8-16.
135. Klein April, Zur Emanuel, Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and regulation, Oxford, Oxford University Press, 2015., str. 306-344.
136. Klein, April, Zur, Emanuel, The Implications of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders, str. 1-53., dostupno na: <https://www.sandiego.edu/law/documents/event-services/klein%20zur%20bondholders.pdf> (11.1.2020.)
137. Kowalski, Stanley P., Krattiger, Anatole, (ed.), Confidentiality Agreements; a basis for partnerships, Handbook of best practices, pogl. 7.2., str. 689 – 695., Center for the Management of Intellectual property in Health Research and Development, Oxford, 2007.
138. Krishnan, C. N. V., Partnoy, Frank, Thomas, Randall S., The Second Wave of Hedge Fund Activism: The Importance of Reputation, Clout, and Expertise, Vanderbilt Law and Economics Research Paper, No. 15-9, Journal of Corporate Fi(2016), dostupno na: [www.sandiego.edu/law/documents/event-services](http://www.sandiego.edu/law/documents/event-services)nance, vol. 40, br. 296-314, (11.1.2020.)
139. Krishnan, C. N. V., Masulis, Ronald W., Venture Capital Reputation, u: Cumming, D. J. (eds.), The Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford, Oxford University Press, 2012., str. 61-129.
140. Krishnan, C. N. V., Partnoy, Frank, Thomas, Randall S., Top Hedge Funds and Shareholder Activism, dostupno na: <https://bloximages.newyork1.vip.townnews.com/stltoday.com/content/tncms/assets/v3/editorial/a/40/a4058f3e-742a-552f-a08f-864e7d940197/554d3800cb529.pdf.pdf> (11.1.2020.)
141. Krkač, Kristijan, Volarević, Hrvoje, Josipović, Martina, Načela poslovne etike i korporacijske društvene odgovornosti u području računovodstva, revizije, financija i bankarstva, Obnovljeni Život, vol. 66, br. 2(2011), str. 187-199., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/67989> (16.5.2020.)
142. Krug, Anita, Investment Company as Instrument: The Limitations of Corporate Governance Regulatory Paradigm, Southern California Law Review, vol. 86, str. 263-269., dostupno na: <https://digitalcommons.law.uw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1005&context=faculty-articles> (1.11.2020.)
143. Kruithof, Marc, Conflict of Interest in Institutional Asset Management IS the EU Regulatory Approach Adequate? Financial Law Institute, University of Gent, wp 2005-07, (2005), str. 1-49., [shhttp://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/WP2005-07.pdf](http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/WP2005-07.pdf) (18.5.2023.)

144. Kušan, Lovorka, Petrović Siniša, Ustavna jamstva i gospodarski ustroj Republike Hrvatske (o poduzetničkoj i tržišnoj slobodi i pravu vlasništva), Zagrebačka pravna revija, vol. 7, br. 3(2018), str. 255-276., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/229907> (21.6.2020.)
145. Laby, Arthur B., The fiduciary structure of investment management regulation, u: Birdthistle, W. A. i Morley, J. (eds.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2018., str. 80- 115.
146. Lamandini, Marco, Self-regulation – what future in the context of hedge funds?, u: Athanassiou, P. (ed.), Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments, Cheltenham, UK, Northampton , Elgar Edward, 2012., str. 246-266.
147. Land, Norbert, German alternative investment fund regulation – wrong answers to the wrong question, u: Athanassiou, P. (ed.), Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments, Cheltenham, UK, Northampton Elgar Edward, 2012., pogl. 15., str. 379-405.
148. Landström, Hans, Pioneers in venture capital research, u: Landström, H. (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Cheltenham , Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 1., str. 219-235.
149. Langbein, John H., The Contractarian Basis of the Law of Trusts, str. 627-648., dostupno na: [https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1500&context=fss\\_papers](https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1500&context=fss_papers) (4.10.2020.)
150. Lavoie, Guillaume, Should Private Venture funds and Managers import the mutual funds and hedge fund open-ended structure?, , Executive MBA – McGill – HEC Montréal – Final Paper, (2015) str. 4-87., dostupno na: <https://www.lavery.ca/upload/pdf/lavoieguillaume/EMBA-FinalPaper-FINAL.PDF> (13.6.2020.)
151. Lechner, Gerhard, The Behavior of Hedge Funds and the Theory of the Business Cycles, Journal of US-China Public Administration, vol. 13, br. 1(2016), str. 1-15., dostupno na: <https://pdfs.semanticscholar.org/c3e2/f07f5e501d88876bc24ada631fd195d6ee41.pdf> (9.8.2019.)
152. Leisen, Dietmar, Valuing common and preferred shares in Venture Capital Financing, u: Cumming, D. J. (ed.), The Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford, Oxford University Press, 2012., str. 425-447.
153. Leleux, Benoit F., The performance of venture capital investments, u: Landström, H. (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 9., str. 236-252.
154. Lener, Raffaele, Italy, u: Wymeersch, E. (ed.), Alternative Investment Fund Regulation, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 237-250.
155. Lenzi, Diletta, Corporate Social Bonds: A legal analysis, European Company and Financial law Review, vol. 18, br. 2(2021.), str. 291-320., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=35343139> (11.6.2022.)
156. Linder, Christian, Sperber, Sonja, „Mirror, Mirror, on the Wal – Who is the Greatest Investor of all? Effects of Better-than Average Beliefs on Venture Funding, European Management Review, vol. 17, br. 2(2002), str. 407-426., dostupno na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/emre.12363> (1.11.2019.)
157. Lioudis Nick, Case study: The Collapse of Lehman Brothers, dostupno na: <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp> (11.6.2020.)
158. Lipton, Martin ... [et al.], Corporate Governance: The New Paradigm, dostupno na: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/11/corporate-governance-the-new-paradigm/> (7.11.2020.)



159. Ludovic, Phalippou, Performance of buyout funds revisited, u: Bratton, W. W., McCahery, J. A. (eds.), Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and regulation, Oxford, Oxford University Press, 2015., str. 519- 544.
160. Ludovic, Phalippou, Private equity funds performance, risk and selection, u: Athanassiou P. (ed.), Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments; Cheltenham, UK; Northampton, MA, Elgar Edward, 2012., str. 113-137.
161. Ludovic, Phalippou, Private Equity Funds' Performance, Risk and Selection, str. 1-36., dostupno na: <file:///C:/Users/dell/Downloads/SSRN-id1636190.pdf> (1.12.2019.)
162. Mason, Colin, Venture Capital: A geographical perspective, u: Landström, H. (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2007., pogl. 3., str. 86-112.
163. McCahery, Joseph A., Vermeulen Erik P. M., Recasting Private Equity Funds after the Financial Crisis: The End of „Two and Twenty“ and the Emergence of Co-Investment and Separate Account Arrangements, 2013., ECGI- Law Working Paper, No. 2013-6, str. 1-38., dostupno na: [http://ssrn.com/abstract\\_id=2351816](http://ssrn.com/abstract_id=2351816) (25.7.2020.)
164. McVea, Harry, Hedge Fund Asset Valuations and the Work of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2008) 57 ICLQ 1, Cambridge, Cambridge University Press, vol. 57, br. 1(2008), str. 1-24.
165. McVea, Harry, United Kingdom, u: Wymeersch, E. (ed.), Alternative Investment Fund Regulation, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 343-399.
166. Mehta, Vijay, Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital, str. 3-48., dostupno na: [http://repository.upenn.edu/wharton\\_research\\_scholars](http://repository.upenn.edu/wharton_research_scholars) (16.3.2020.)
167. Mendoza, Jose Miguel, Van der Elst, Christoph, Vermeulen, Erik P. M., Entrepreneurship and Innovation: The Hidden Costs of Corporate Governance in Europe, South Carolina Journal of International Law and Business, vol. 7, br. 1(2010), Article 2., str. 1-47., dostupno na: <https://scholarcommons.sc.edu/scjilb/vol7/iss1/2> (15.6.2019)
168. Mickels, Alissa, Beyond Corporate Social Responsibility: Reconciling the Idea of a for-Benefit Corporation with Director Fiduciary Duties in the US. And Europe, Hastings International and Comparative Law Review, vol. 32, br. 1(2009), 271, dostupno na: [www.repository.uchastings.edu](http://www.repository.uchastings.edu) (16.9.2023.)
169. Mijatović, Nikola, Špoljarić, Danko, Teorijsko određenje i pravno uređenje hedge fondova, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 61, br. (2011), str. 897-926.
170. Miladin, Petar, Dije li Statut i poduzetnički ugovori zajedničku korporacijskopravnu prirodu i koliko je to bitno za praksu?, Pravo u gospodarstvu, br. 3(2012), str. 668-691.
171. Miladin, Petar, Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitarne banke, Zbornik 47. susreta pravnika, Opatija, 2009., Zagreb, Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu, str. 355-395.
172. Miladin, Petar, Pravo prvenstva upisa novih dionica, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu; vol. 61, br. 4(2011), str. 1181-1251., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/70314> (15.4.2020.)
173. Mollers, T.M.J., Harrer, A., Kruger, T.C., The AIFM Directive and its Regulation of Hedge Funds and Private Equity, str. 99-101., dostupno na: <https://opus.bibliothek.uni-augsburg.de/opus4/frontdoor/deliver/index/docId/66898/file/30JLCom87.pdf> (12.11.2020.)
174. Momirović, Dragan, Nova arhitektura regulatornog i nadzornog dizajna europske unije – makro i mikroprudencijalni pristup, Bankarstvo magazine, br. 1(2012), str. 82-109.; dostupno na: <http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2012/1/UBS-Bankarstvo-1-2012-Momirovic.pdf> (28.12.2019.)
175. Morley, John, The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, The Yale Law Journal, vol. 123(2014), str. 1118-1625., dostupno na: <https://www.yalelawjournal.org/pdf/1228.Morley.1287zmw59iqn.pdf> (5.5.2020.)

176. Murdock, Carles W., The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: What Caused the Financial Crisis and Will Dodd-Frank Succeed Preventing Future Crisis, SMU law review, vol 64, 1243 (2011), str. 1244-1327. dostupno na: <https://lawecommons.luc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1178&context=facpubs> (14.8.2021.)  
na:  
SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1475347> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1475347> ([28.2.2021. datum?](https://doi.org/10.2139/ssrn.1475347))
177. Nicolussi, Julia, Austria, u: Zetzche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 674-684.
178. Novaković, Dražen, Evaluation of the financial performance of pension funds in Croatia, Ekonomski vjesnik: Review of contemporary Entrepreneurship, Business and Economic Issues, vol 28, br. 1(2015), str. 199-215., dostupno na <https://hrcak.srce.hr/140831> (10.3.2029.)
179. Oatley, Thomas, Winecoff, Kindred V., The Domestic rooting of financial regulation in an era of global capital markets, u: Athanassiou, P., Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments, Cheltenham, UK; Northampton, MA, Elgar Edward, 2012., pogl. 18., str. 477-478.
180. Omerhodžić, Sead, Varanti i konvertibilne hartije od vrijednosti, Tranzicija, vol. 14, br. 29(2012), str. 27-37., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/86214> (16.1.2020.)
181. Osrečak, Jadranka, Poredbenopravni prikaz načela savjesnosti i poštenja, Zagrebačka pravna revija, vol. 3, br. 1(2014), str. 53-57., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/129514> (21.10.2020.)
182. Parhankangas, Annaleena, An overview of research on early-stage venture capital: Current Status and future directions, u: Landström, Hans (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 10., str. 253-280.
183. Park, Brian, Vermeulen, E. P. M., The Future of Venture Capital in Europe: Applicable Lessons from the United States, u: Zetzche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, The Hague, Wolters Kluwer, 2015., pogl. 24., str. 667-681.
184. Pavlović, Mladen, Dužno ponašanje učesnika u ispunjavanju obveza, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 51, br. 3(2014), str. 575-600., dostupno na: [hrcak.ID:124137](https://hrcak.srce.hr/124137) (28.9.2021.)
185. Pearlstein, Steven, Social Capital, Corporate Purpose and the Revival of American Capitalism, Center fo Effective Public Management at Brookings, 2014., str. 1-23. dostupno na: <http://newshare.com/rc-dc/brookings-pearlstein.pdf> (8.11.2020.)
186. Pervan, Ivica, Horak, Hana, Vasilj, Marijana, Financial Reporting Regulation for the Listed Companies, Ekonomska misao i praksa, vol. 2, br. 2(2010), str. 277-309., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/62316> (15.4.2020.)
187. Pistor, Katarina, Chenggang, Xu, Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdiction Lessons from the Incomplete Law Theory, 3rd Chapter, u: Pistor, K., Chenggang, X. (eds.), Global Markets, Domestic Institutions, New York., Columbia University Press, 2003., dostupno na: <https://doi.org/10.7312/milh12712-005> (3.3.2021.)
188. Pollice, Ryan M. D., Shareholders for Sustainability? Assessing investor motivations to adopt the Principles for Responsible Investment, Waterloo, Ontario, Canada, University of Waterloo, 2010., str. 1-126., dostupno na: <http://hdl.handle.net/10012/5180> (5.7.2020.)
189. Povaly, Stefan, Private Equity Exits: An analysis of divestment process management in relation to leveraged buyouts: Disertation of the University of St. Gallen, str. 1-368., dostupno na: [www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/\\$FILE/dis3238.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/$FILE/dis3238.pdf) (15.7.019.)

190. Prelič, Saša, Kocbek, Marijan, Dopustnost finančne asistencije odvisne družbe za obveznosti obvladajoče družbe, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 4 (Posebni broj), (2018), str. 1533-1557., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/218308> (20.5.2020.)
191. Prelič, Saša, Zubović, Antonija, Pravno uređenje kupnje dionica ciljnog društva zaduživanjem (LBO transakcije), Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 1(2018), str. 301-331.
192. Prevodnik, Tina, Damjanovič, Premuž, Alternativni investicijski skladi in njihovi upravljaljanci; Bančni vestnik. Revija za denarništvo in bančništvo, vol. 65, br. 6(2016), str. 9-13., dostupno na: <https://www.zbs-giz.si/bancni-vestnik/e-arhiv/2016-7/Alternativni-investicijski-skladi-in-njihovi-upravljaljanci-2016-7> (14.6.2019.)
193. Radica, Veronika, Odgovornost uprave trgovačkog društva za štetu, Porezni vjesnik, (2016), str. 55-63., dostupno na: <https://www.ijf.hr/upload/files/file/PV/2016/9/radica.pdf> (29.7.2020.)
194. Rajković, Jelena, Komparativna analiza fondova rizičnog kapitala i hedge fondova, str. 2-95., dostupno na: <http://www.singipedia.singidunum.ac.rs/content/3620-Komparativna-analiza-fondova-rizi%C4%8Dnog-kapitala-i-Hed%C5%BE-fondova> (15.7.2019.)
195. Raunds, Charles E., Dehio, Andreas, Publicly Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures, *Oscola 4th ed.*, New York University Journal of Law & Business, vol. 3, (2007), str. 474-509.
196. Rauteberg, Gabriel, Talley, Eric, Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty; An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers, *Columbia Law Review*, vol. 117, br. 5(2017), str. 1075-151., dostupno na: <https://repository.law.umich.edu/articles> (2.11.2020.)
197. Repiquet, Domina M., Regulatory competition in European Partnership Law: A case of Alternative Investment Funds, *A Case of Alternative Investment Funds. Amsterdam Law Forum*, vol. 10, br. 1(2018.), str. 4–22., dostupno na: <http://doi.org/10.37974/ALF.313> (5.4.2020.)
198. Riding, Allan, Madill, Judith J., Haines, George H., Investment decision making by business angels u Venture capitalists decision policies, u: Landström, H., *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007, poglavlje 13., str. 333- 346.
199. Roberts, David William, Agreement in Principle, A Compromise for Activist Shareholders from the UK Stewardship Code, *Vanderbilt Journal of Transnational Law* vol. 48, (2015), str. 543., dostupno na: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/vantl48&div=16&id=&page=> (2.8.2020.)
200. Rock, Edward, For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 515/2020. New York University and ECGI, str. 1-37., dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3589951](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589951) (8.11.2020.)
201. Roe, Mark, Vatiero, Massimiliano, Corporate governance and its Political Economy, u: Gordon, J. N., Ringe, W. G. (eds.), *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, Oxford University Press, str. 56-83., dostupno na: <http://doc.rero.ch/record/235881/files/wp1503.pdf> (22.4.2016.)
202. Sanchez, Carol M., Value Shift: Why companies must merge social and financial imperatives to achieve superior performance, (2003), *Peer Reviewed Articles*, vol. 25, [https://scholarworks.gvsu.edu/mgt\\_articles/25](https://scholarworks.gvsu.edu/mgt_articles/25) (15.6.2020.)
203. Sandberg, Joakim, Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective, *Journal of Business Ethics* (2011), str. 143-162; dostupno na: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-010-0714-8> (7.7.2020.)

204. Sascha, Staat, Germany, u: Zetzsche, D. A. (eds.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., pogl. 34., str. 713-722.
205. Schanzenbach, Max M., Sitkoff, Robert H., Did reform of prudent trust investment laws change trust portfolio allocation?, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, str. 1-59., dostupno na: [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=868761](http://papers.ssrn.com/abstract_id=868761) (10.3.2019.)
206. Schmies, Christian, Germany, u: Dickson Paul (ed.), The Asset management Review; Law Business Research Ltd., 2019., London, 8. ed., pogl. 7., str. 115-126., dostupno na: <https://bahr.no/wp-content/uploads/2019/10/Norway-chapter-The-Asset-Management-Review-8th-Edition.pdf>, (23.9.2021.)
207. Schwarcz, Steven, L., Systemic Risk, Duke Law School Legal Studies Paper, Number 163., Georgetown Law Journal, vol. 97, br. 1(2008), str. 194-247., dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1008326](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008326) (27.12.2020.)
208. Seel, Gregory Brian, An Overview of Leveraged Buyout Transactions, (2010), str. 1-9., dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1532261> (11.11.2020.)
209. Seen, Myriam, Socially Responsible Investment – ILA- Study Group – Introduction, University of St. Gallen Law School, Law and Economics research Paper Series, br. 2013-19, 2012., str. 1-9., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2245770> (4.7.2020.)
210. Seenacherry, Mellisa K., Liability of Company Directors: The business judgment rule as developed in US and adopted by Germany compared to the Netherlands approach, Amsterdam Law Forum, str. 1-38., dostupno na: <https://amsterdamlawforum.org/articles/abstract/10.37974/ALF.345/> (1.12.2020.m?)
211. Senn, Myriam, The Regulation of Hedge Funds, Private Equity and Sovereign Wealth Funds, u: Wymeersch, E. (ed.), Alternative Investment Fund Regulation, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 135-157.
212. Seretakakis, Alexandros, Taming the Locusts? Embattled Hedge Funds in the E.U., New York University Journal of Law and Business, vol. 10, br. 1(2013), str. 116-130dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2460046> (15.11.2016.)
213. Sharfman, Bernard S., The Importance of the business judgment rule, New York University, Journal of Law & Business, vol. 14, br. 1(2017), str. 27-69., dostupno na: [https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=http://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=2590&context=fac\\_pubs](https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=http://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=2590&context=fac_pubs) (3.12.2020.)
214. Shelley, Horan, White Collar Crime, Money Laundering and Taxation: The AIFMD and Hedge Funds – An international and Irish Perspective, u: Zetzsche D. A., The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Walters Kluwer, 2012., str. 109-134.
215. Shwarcz, Steven L., Systemic Risk and the financial Crisis: Protecting the financial system as a „system“, str. 1-25., dostupno na: [https://www.law.berkeley.edu/files/bclbe/Schwarcz\\_Paper.pdf](https://www.law.berkeley.edu/files/bclbe/Schwarcz_Paper.pdf) (28.12.2019.)
216. Siena, John R., Eckner, David, The AIFMD a Transposition in the United Kingdom, u: Zetzsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., pogl. 34., str. 791-897.
217. Sikora, Alicja, European Green Deal – legal and financial challenges of the climate change, ERA Forum 21, 2021., str. 681-697., dostupno na: <https://doi.org/10.1007/s12027-020-00637-3> (17.5.2021.)
218. Sjøfjell, Beate ... [et al.]. Shareholder primacy; the main barrier to sustainable companies, u: Sjøfjell, Beate, Richardson, Benjamin (eds.), Company Law and Sustainability, Legal Barriers and Opportunities, Cambridge, Cambridge University Press, 2015., University of Oslo Faculty of Law research Paper, No. 2015-37, str. 1-69., dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2664544](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2664544) (11.2.2021.)

219. Skerlev, Branko, Miladin, Petar, Leveraged buyout - otkup poduzeća financijskom polugom - OFP poslovi, *Pravo u gospodarstvu: časopis za gospodarsko-pravnu teoriju i praksu*, vol. 53, br. 4(2014), str. 769-790.
220. Slakoper, Zvonimir, Sličnosti i razlike Ugovora o polaganju, ugovora o skrbništvu i upravljanju portfeljem vrijednosnih papira, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol. 56, Posebni br. (2006), str. 315-333.
221. Smith, Gordon D., The Exit Structure of Venture Capital, *UCLA Law Review*, vol. 53, 315 (2005), str. 347-349., dostupno na: [https://digitalcommons.lay.byu.edu/faculty\\_scholarship](https://digitalcommons.lay.byu.edu/faculty_scholarship) (14.6.2020.)
222. Smith, Gordon D., Venture Capital Contracting in the Information Age, *The journal of small and emerging business law*, br. 2 (133), 1998., str. 134-175., dostupno na: [https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=faculty\\_scholarship](https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=faculty_scholarship) (6.11.2020.)
223. Steck, Kai-Uwe, Fischer, Charsten, The German Investment AG - Better than SICAV, *International Financial Law Review*, vol. 29, br. 58(2010), dostupno na: <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://scholar.google.com/&httpsredir=1&article=1268&context=jil>, (6.6.2020.)
224. Stefanin, Giovanni, Della Scala, Francesco, Italy, u: Zetsche, D. A. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds*, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., str. 635- 643.
225. Stevenson, Shannon Wells, The Venture Capital Solution to the problem of the close corporation shareholders fiduciary duties, str. 1139-1178., dostupno na: [www.pdfsemanticscholar.org](http://www.pdfsemanticscholar.org) (2.11.2020.)
226. Stout, Lynn A., The Shareholder Value Myth, Cornell Law Faculty Publications, Paper 771, (2013), dostupno na: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/771> (8.11.2020.)
227. Strenger, Christian, Zetsche, D. A., Corporate Governance, Cross-Border Voting and the (Draft) Principles of the European Securities law Regulation – Enhancing Investor Engagement Through Standardisation, *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 13, br. 2(2013), str. 503-552., dostupno na: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.5235/14735970.13.2.503>, (8.9.2021.)
228. Stromqvist, Maria, Hedge funds and their impact on systemic stability, u: Athanassiou P. (ed.), *Research Handbook on Hedge funds, Private equity and Alternative Investments*, Cheltenham, UK, Northampton, Elgar Edward, 2012., pogl. 14., str. 309-330.
229. Sugimoto, Shunsuke, Ethics in responsible investment: How to incorporate ethics into investment Analysis, *Revue Roumaine de Philosophie*, vol. 62, (2018), str. 15-22., dostupno na: <https://philarchive.org/archive/SUGEIR> (5.7.2020.)
230. Szabó, Dániel, Gergely, Disclosure of Material CSR Information in the Periodic Reports – Comparison of the Mandatory CSR Disclosure Systems for Listed Companies in the EU and the US, 2011., *Nordic & European Company Law Working Paper*, No. 10-20., dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1927232> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1927232> (12.11.2023.)
231. Šarac, Mirela, Macanović, Marlon, Revocatio i Renuntiatio, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol. 61, br. 1(2011), str. 7-40.
232. Širola, Nina, Odgovornost članova društva s ograničenom odgovornošću za nedopušten zahvat u imovinu društvo, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol. 61, br. 5(2011), str. 1687-1728., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/74553> (12.11.2022.)
233. Tepuš, Mladen M., Analiza modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, vol. 58, br. 7-8(2007), str. 465-488., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/14210> (15.1.2020.)

234. Thoma, Georg H., Steck, Kai-Uwe, The German Investmentaktiengesellschaft (Close-End Fund): Investment Alternative or Legislative Failure, Bluebook 20 th ed., U.P.J. Intl Econ, vol. 23, L25 (2002), str. 25-45., dostupno na: <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1268&context=jil> (18.6.2020.)
235. Tomić, Lucia A., Žunić Marko, Audić Vuletić, Suzana, Upcoming challenges on regulating remuneration of the directors and Implementing remuneration policies”, Journal for the International and European Law, Economics and Market Integration, vol. 5, br. 2(2018), str. 323-344.
236. Trapido, Denis, Performance Implications of Venture Capital Syndication Networks, u: Cumming, D. J. (ed.), The Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford, Oxford University Press, 2012., str. 401-420.
237. Tröger, Tobias, Germanys Reluctance to regulate Related Party Transactions; An Industrial Organization Perspective; SAFE Working Paper, No. 202, Goethe University Frankfurt, SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe, Frankfurt a. M., str. 2-22., dostupno na: <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30:3-457757> (29.11.2020.)
238. Utset, Manuel A., Time-inconsistent preferences and venture capital contracting, u: Cumming, D. J. (ed.), The Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford, Oxford University Press, 2012., str. 509-541.
239. Veki, Kimmo, Financing of Start-up Company and Private Equity Investor Do I Need to sell my Soul for Money?, str. 1-98., dostupno na: [www.theseus.fi](http://www.theseus.fi) (13.6.2020.)
240. Velasco, Julian, A Defense of the Corporate Law Duty of Care, Journal of Corporation Law, vol. 40, 647 (2015), str. 648-703., dostupno na: [https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2134&context=law\\_faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2134&context=law_faculty_scholarship) (14.10.2020.)
241. Vermuelen, Erik P. M., Pereira, Diego, Nunes, Diasa, The European Venture Capital Cycle in the Post-AIFMD Era, u: Zetzsche, D. A. (ed.), Alternative Investment Funds Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., pogl. 24., str. 593-611.
242. Vragović, Danijela, Razgraničenje instituta doprinosa oštećenika vlastitoj šteti i podijeljene odgovornosti za štetu, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 69, br. 5-6(2019), str. 871-902.,
243. Vukas, Jurica, Gvozdanović, Igor, Jalšenjak, Borna, Elementi poslovne etike u financijskom sektoru s naglaskom na investicijske fondove, Obnovljen život, vol. 67, br. 1(2012), str. 1-144., str. 45-58., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/ojs/index.php/zivot/issue/view/651> (12.12.2020.)
244. Wagner, Gerhard, Officers, and directors Liability under the German Law – a Potemkin Village, Theoretical Inquiries in Law, vol. 16, br. 1(2015), str. 69-106., dostupno na: <http://din-online.info/pdf/th16-1-4.pdf> (2.12.2020.)
245. Wagner, Markus, Schlömer, Verena, Zetzsche, Dirk A., AIFMD vs. MIFID. Similarities and Differences, u: Zetzsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., pogl. 6., str. 97-107.
246. Wegman, Hanna, Elizabeth, Investor Protection Towards Additional EU Regulation of Investment Funds?, str. 1-346., dostupno na: <https://scholarlypublications.universiteitleiden.nl/access/item%3A2868129/view> (12.7.2020.)
247. Wellenhofer-Klein, Marina, Treupflichten im Handels-, Gesellschafts- und Arbeitsrecht: Eine Untersuchung zum deutschen, ausländischen und europäischen Recht, The Rabel, Journal of Comparative and International Private Law, vol. 64, br. 3(2000.), Klaus J. Hopt zum 60, str. 564-594., dostupno na: <https://www.jstor.org/stable/27878198?seq=1> (3.3.2021.)

248. Wilhelmi, Rüdiger, Bassler, Moritz, AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis, u: Zetzsche, Dirk A., Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., str. 21-39.
249. Williams, Spencer, Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms, 23 Fordham Journal of Corporate and Financial Law, vol. 105, (2017), str. 106-160., dostupno na: <https://digitalcommons.law.ggu.edu/pubs> (14.6.2020.)
250. Wright, Mike., Private equity and management buy-outs, u: Landström, H. (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 11., str. 281-312.
251. Wymeersch, Eddy, Challenges to collective investment products, dostupno na: [www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/S&C2012-01.pdf](http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/S&C2012-01.pdf) (3.7.2016.)
252. Yingdi Wang, Secondary buyouts, Why buy and at what price?, dostupno na: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=099642413df3c335d0523500984698e3ca982bae> (1.8.2023.)
253. Yung, Chris, Venture Capital before the First Dollar: Deal origination, screening and Evaluation, u: Cumming, D. J. (ed.), The Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford, Oxford University Press, 2012., str. 303-327.
254. Zacharakis, Andrew, Shepard, Dean A., The pre-investment process, str. 179., Venture capitalists decision policies, u: Landström, H. (ed.), Handbook of Research on Venture Capital, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2007., pogl. 6., str. 177-215.
255. Zetzsche, Dirk A., Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzbuches, Die Aktiengesellschaft, br. 17(2013), str. 613-630.
256. Zetzsche, Dirk A., Eckner, David, Appointment, Autorization and Organization of AIFM u: Zetzsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., pogl. 9., str. 193 -242
257. Zetzsche, Dirk A., Eckner, David, Risk Management, u: Zetzche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., pogl. 14., str. 323-390.
258. Zetzsche, Dirk A., Eckner, David, Securitizations, u: Zetzsche, D. A. (ed.), Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., pogl. 21., str. 607-626
259. Zetzsche, Dirk A., Investment Law as Financial Law: From Fund Governance over Market Governance to Stakeholder Governance?, str. 345., Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2344340](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2344340) (11.11.2020.)
260. Zetzsche, Dirk A., Preiner, Christina D., CSR, Responsible Investments and the AIFMD, u: Zetzsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2012., pogl. 8., str. 137-158.
261. Zetzsche, Dirk A., Preiner, Christina D., CSR, Responsible Investments and the AIFMD u: Zetzsche, D. A. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, The Hague, Wolters Kluwer, 2015., str. 167-192.
262. Zetzsche, Dirk A., Preiner, Christina D., Scope of the AIFMD, u: Zetzsche, D. A., The Alternative Investment Fund Managers Directive European Regulation of Alternative Investment Funds, The Hague, Wolters Kluwer Law & Business, 2015., str. 49-83.
263. Zubović, Antonija, Čulinović-Herc, Edita, Piramidalne strukture i društva s uzajamnim udjelima kao oblik odstupanja od načela „jedna dionica-jedan glas“, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 40, br. 1(2019), str. 81-111.

264. Zubović, Antonija, Novi regulatorni okvir za transakcije s povezanim osobama, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 41, br. 1(2020), str. 219-242.
265. Živković, Saša, Fatur, Tanja, Drugačija mjera rizika – standardna poludevijacija, Računovodstvo i financije, br. 5(2007), str. 50-56.
266. Žunić Kovačević, Nataša, Čulinović-Herc, Edita, Prekogranični i poreznopravni aspekti djelovanja investicijskih fondova, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29, br. 1(2008), str. 187-226., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/25345> (11.9.2020.)

### 6.3. Hrvatski normativni propisi

#### 6.3.1. Ustav

1. Ustav Republike Hrvatske, Narodne novine, br. 56/90., 135/97., 08/98., 113/00., 124/00., 28/01., 41/01., 55/01., 76/10., 85/10., 05/14.

#### 6.3.2. Zakoni

1. Kazneni zakon, Narodne novine, br. 125/11., 144/12., 56/15., 61/15., 101/17., 118/18., 126/19., 84/21.
2. Stečajni zakon, Narodne novine, br. 71/15., 104/17.
3. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima Narodne novine, br. 16/13. te izmijenjen Narodne novine, br. 143/14., koji su stavljeni izvan snage i zamijenjeni Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 21/18. te izmjenom, Narodne novine, br. 126/19., 110/21. i 83/23.
4. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih institucija, Narodne novine, br. 140/05., 154/11., 12/12.
5. Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 150/05., 16/13.
6. Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 107/95.
7. Zakon o kreditnim institucijama, Narodne novine, br. 159/13., 19/15., 102/15., 15/18., 70/19., 47/20. i 146/20.
8. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom, Narodne novine, br. 16/13.
9. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 44/16.
10. Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/07., 36/09., 108/12., 90/13., 99/13., 148/13.
11. Zakon o provedbi Uredbe Europske unije o europskim fondovima socijalnog poduzetništva, NN, br. 123/13, 20/18
12. Zakon o sprečavanju pranja novca i financiranju terorizma, Narodne novine, br. 108/17., 39/19., 151/22.
13. Zakon o trgovačkim društvima Narodne novine, br. 111/93., 34/99., 121/99., 52/00., 118/03., 107/07., 146/08., 137/09., 111/12., 125/11., 68/13., 110/15., 40/19., 34/22., 114/22., 18/23. i 130/23.
14. Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/18., 17/20., 83/21., 151/22.



15. Zakon o zaštiti tržišnog natjecanja, Narodne novine, br. 79/09., 80/13.
16. Zakona o obveznim odnosima, Narodne novine, br. 35/05., 41/08., 125/11., 78/15., 29/18., 126/21., 114/22., 145/23., 155/23.
17. Zakona o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/07., 36/09., 108/12., 90/13., Odluka USRH broj U-I-4469/2008 i dr., 99/13. – Odluka USRH broj: U-I-2470/2010 i dr., 148/13.
18. Zakona o vlasništvu i drugim stvarnim pravima, Narodne novine, br. 91/96., 68/98., 137/99., 22/00., 73/00., 114/01., 79/06., 141/06., 146/08., 38/09., 153/09., 90/10., 143/12., 152/14.

### 6.3.3. Podzakonski akti

1. Pravilnik o dodatnim organizacijskim zahtjevima društva za upravljanje AIF, Narodne novine, br. 25/19.
2. Pravilnik o glavnim i napajajućim AIF-ovima, Narodne novine, br. 25/19., 15/20.
3. Pravilnik o izdavanju odobrenja za osnivanje i upravljanje AIF-om, Narodne novine, br. 20/19.
4. Pravilnik o izdavanju odobrenja za rad UAIF, Narodne novine, br. 136/20.
5. Pravilnik o izdavanju odobrenja za rad, Narodne novine, br. 136/20.
6. Pravilnik o kriterijima za procjenu uvjeta za članstvo u upravi i nadzornom odboru UAIF-a te u nadzornom odboru zatvorenog AIF-a s vanjskim upraviteljem, Narodne novine, br. 136/20.
7. Pravilnik o likvidaciji i produljenju trajanja AIF-a, Narodne novine, br. 26/19.
8. Pravilnik o naknadi štete ulagateljima i/ili AIF-u, Narodne novine, br. 16/19.
9. Pravilnik o obavljanju poslova depozitara AIF-a, Narodne novine, br. 5/19.
10. Pravilnik o obliku i iznosu regulatornog kapitala društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 13/19.
11. Pravilnik o prijenosu upravljanja AIF-a, Narodne novine, br. 26/19.
12. Pravilnik o prijenosu upravljanja AIF-om, Narodne novine, br. 26/19.
13. Pravilnik o sadržaju i načinu vođenja registra UAIF-ova i AIF-ova, Narodne novine, br. 20/19.
14. Pravilnik o sadržaju zahtjeva za izdavanje odobrenja za statusne promjene UAIF-a i sadržaju dokumentacije koji se prilaže zahtjevu, Narodne novine, br. 25/19.
15. Pravilnik o sadržaju zahtjeva za izdavanje odobrenja za statusne promjene UAIF-a, potrebnoj dokumentaciji i sadržaju dokumentacije koja se prilaže zahtjevu, Narodne novine, br. 25/19.
16. Pravilnik o statusnim promjenama AIF-ova bez pravne osobnosti te uvjetima za promjenu razlikovnosti i oblika AIF-a, Narodne novine, br. 20/19.
17. Pravilnik o statusnim promjenama AIF-ova bez pravne osobnosti te uvjetima za promjenu razlikovnosti i oblika AIF-a, Narodne novine, br. 20/19.
18. Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih financijskih izvještaja i drugih izvještaja društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 16/19., 82/19., 31/20., 98/20.
19. Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih financijskih izvještaja i drugih izvještaja alternativnih investicijskih fondova, Narodne novine, br. 13/19.

20. Pravilnik o troškovima i naknadama koje se mogu plaćati iz imovine AIF, Narodne novine, br. 26/19., 82/19.
21. Pravilnik o troškovima i naknadama koji se mogu plaćati iz imovne AIF-a, Narodne novine, br. 26/19., 82/19.
22. Pravilnik o udjelima AIF-a, Narodne novine, br. 26/19., 132/20.
23. Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine AIF-a i cijene udjela AIF-a, Narodne novine, br. 114/18., 124/19., 2/20.
24. Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova, Narodne novine, br. 28/19., 15/20., 155/22.

#### 6.3.4. Mišljenja

1. Mišljenje o primjeni odredbe članka 64. stavka 3. i članka 216. stavka 4. ZAIF-a, dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/162/investicijski-fondovi-aif---zakoni-misljenja-i-pra.html> (10.4.2016.)
2. Mišljenje u vezi s ulaganjem imovine obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova u udjele /dionice alternativnih investicijskih fondova izvan Republike Hrvatske, dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/2135/misljenje-o-ulaganju-omf-u-aif-light-rezim-u-dc-s-velikim-uaif-om-1.docx> (2.11.2019.)

#### 6.3.5. Smjernice

1. Smjernice o primjeni načela razmjernosti u odnosu na politiku primitaka društva za upravljanje investicijskim fondovima i izuzeću za male primitke, Narodne novine, br. 140/5 i 12/12.

#### 6.3.6. Ostalo

1. CEPOR, Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj, Zagreb, 2019., str. 14., dostupno na: <http://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2015/03/SME-REPORT-2019-HR-WEB.pdf> (16.6.2020.)
2. Godišnje Izvješće HANFA-e 2020., str. 23-24., dostupno na: <https://hanfa.hr/media/6178/godisnje-izvjesce-2020.pdf> (21.11.2021.)
3. Godišnje izvješće HANFA-e 2023, str. 21-22., dostupno na: [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2024-07-11/112201/GOD\\_IZVJ\\_HANFA\\_2023.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2024-07-11/112201/GOD_IZVJ_HANFA_2023.pdf) (26.7.2024.)

### 6.4. Pravni propisi Europske unije

#### 6.4.1. Direktive

1. Direktiva (EU) 2017/1132 od 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava (kodificirani tekst), SL 169, 30.6.2017.
2. Direktiva (EU) 2022/2464 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. prosinca 2022. o izmjeni Uredbe (EU) br. 537/2014, Direktive 2004/109/EZ, Direktive 2006/43/EZ i Direktive 2013/34/EU u pogledu korporativnog izvještavanja o održivosti, SL 322/15, 16.12.2022.
3. Direktiva (Eu) 2022/2464 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. prosinca 2022. o izmjeni Uredbe (EU) br. 537/2014, Direktive 2004/109/EZ, Direktive 2006/43/EZ i Direktive 2013/34/EU u pogledu korporativnog izvješćivanja o održivosti, SL 322/22, 16.12.2022.
4. Direktiva (EU) 2024/1760 Europskog parlamenta i Vijeća od 13. lipnja 2024. o dužnoj dužnoj pažnji za održivo poslovanje i izmjeni Direktive (EU) 2019/1937 te Uredbe (EU) 2023/2859, SL L 2024/1760, 5.7.2024.
5. Direktiva 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i o izmjeni Direktive 2001/34/EZ, SL 390, 31.12.2004.
6. Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje od 21. travnja 2004., SL 142/12, 30.4.2004.
7. Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje od 21. travnja 2004. godine, SL L 142/12, 30.4.2004.
8. 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, SL 145/1, 21.4.2004.
9. Direktiva 2007/36/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 1. srpnja 2007. o izvršavanju pojedinih prava dioničara trgovačkih društava uvrštenih na burzu, SL L 184, 14.7.2007. kako je zadnje izmijenjena Direktivom (EU) 2017/828 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. svibnja 2017. o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara (Tekst značajan za EGP), SL L 132, 20.5.2017.
10. Direktiva 2008/26/EC Europskog parlamenta i Vijeća od 11. ožujka o izmjeni Direktive 2003/6/EC o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem (zlouporabi tržišta), SL 081/42, 20.3.2008.,
11. Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010, SL 174/1, 8.6.2011.
12. Direktiva 2012/30 EU Europskog parlamenta i Vijeća od 25. listopada 2012. godine o usklađivanju zaštitnih mehanizama koje radi zaštite interesa članova i trećih osoba države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu članka 54. drugog stavka Ugovora o funkcioniranju Europske unije, u pogledu osnivanja dioničkih društava te održavanja i promjene njihova kapitala, a s ciljem ujednačavanja tih zaštitnih mehanizama, SL 315, 14.11.2012.
13. Direktiva 2013/34/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o godišnjim financijskim izvještajima, konsolidiranim financijskim izvještajima i povezanim izvještajima za određene vrste poduzeća, o izmjeni Direktive 2006/43/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i o stavljanju izvan snage direktiva Vijeća 78/660/EEZ i 83/349/EE, SL 334, 21.11.2014.
14. Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EU i Direktive 2011/61/EU, SL 173, 12.6.2014.

15. Direktiva 2014/95/EU od 22. listopada 2014 o izmjeni Direktive 2013/34 EU u pogledu objavljivanja nefinancijskih informacija o raznolikosti određenih velikih grupa i pouzeca, SL 330, 15.11.2014.
16. Proposal for a Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, dostupno na: <http://www.ipex.eu/IPEXLWEB/dossier/document/COM20140213.do?appLng=HR> (28.8.2015.)
17. Proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directive 2004/39/EC and 3009/EC Brussels, 30. April 2009, COM (2009) 2007 final, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers:proposal:en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments/docs/alternative_investments/fund_managers:proposal:en.pdf) (8.11.2016.)

#### 6.4.2. Uredbe

1. Delegirana uredba Komisije (EU) 2018/990 od 10. travnja 2018. o izmjeni i dopuni Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu jednostavnih, transparentnih i standardiziranih (STS) sekuritizacija i komercijalnih zapisa osiguranih imovinom (ABCP-ovi) te zahtjeva za imovinu primljenu u okviru obratnih repo ugovora i metodologija procjene kreditne kvalitete (Tekst značajan za EGP.), SL 177, 13.7.2018.
2. Delegirana Uredba Komisije (EU) 2021/1255 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013 u pogledu rizika održivosti i čimbenika održivosti koje upravitelji alternativnim investicijskih fondovima trebaju uzeti u obzir, SL L 277/11, 2.8.2021.
3. Delegirana Uredba Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor (Tekst značajan za EGP), SL L 83/1, 22.3.2013.
4. Delegirana Uredba Komisije (EU) br. 694/2014 od 17. prosinca 2013. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se određuju vrste upravitelja alternativnih investicijskih fondova (Tekst značajan za EGP), SL L 183, 24.6.2014.
5. Prijedlog Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o olakšavanju prekogranične distribucije fondova za zajednička ulaganja i izmjeni uredaba (EU) br. 345/2013 i (EU) br. 346/2013, Bruxelles, 12.3.2018. COM (2018) 110 final od 12.3.2018, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2018:0110:FIN:HR:PDF> (17.5.2018.)
6. Provedbena Uredba Komisije (EU) 2018/1212 od 3. rujna 2018. o utvrđivanju minimalnih zahtjeva za provedbu odredbi Direktive 2007/36/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu utvrđivanja identiteta dioničara, prijenosa informacija i olakšavanja izvršavanja prava dioničara, SL L223, 4.9.2018.
7. Provedbena uredba Komisije (EU) 2018/1212 od 3. rujna 2018. o utvrđivanju minimalnih zahtjeva za provedbu odredbi Direktive 2007/36/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu utvrđivanja identiteta dioničara, prijenosa informacija i olakšavanja izvršavanja prava dioničara (Tekst značajan za EGP.), SL L 223, 4.9.2018.
8. Provedbena Uredba Komisije EU br. 447/2013 od 15. svibnja 2013. o utvrđivanju postupka za UAIF-ove koji odaberu da se na njih primjenjuju odredbe Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća, SL L 132, 15.5.2013.

9. Provedbena Uredba Komisije EU br. 448/2013 od 15. svibnja 2013. o utvrđivanju postupaka za određivanje referentne države članice UAIF-a izvan EU-a u skladu s Direktivom 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća, SL L 132, 16.5.2013.
10. Uredba (EU) broj 346/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. travnja 2013 o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo, Tekst značajan za EGP, SL L158 od 25.4.2013. kako je izmijenjena Uredba (EU) 2017/1991 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. listopada 2017. o izmjeni Uredbe (EU) br. 345/2013 o europskim fondovima poduzetničkog kapitala i Uredbe (EU) br. 346/2013 o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo, SL L 293, 10.11.2017.
11. Uredba (EU) 2015/2365 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. studenoga 2015. o transparentnosti transakcija financiranja vrijednosnih papira i ponovne uporabe te o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 (Tekst značajan za EGP), SL L 337, 23.12.2015,
12. Uredba (EU) 2015/760 Europskog parlamenta i Vijeća od 29. travnja 2015. o europskim fondovima za dugoročna ulaganja (Tekst značajan za EGP), SL L123 , 19.5.2015
13. Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima (Tekst značajan za EGP), SL L 169, 30.6.2017.
14. Uredba (EU) 2019/2088 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenog 2019. o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (Tekst značajan za EGP), SL L137, 9.12.2019.
15. Uredba (EU) 2020/852 Europskog parlamenta i Vijeća od 18. lipnja 2020. o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088 (Tekst značajan za EGP), SL L 198/1, 22.6.2020.
16. Uredba (EU) br. 236/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. ožujka 2012. godine o kratkoj prodaji i određenim aspektima kreditnih izvedenica na osnovi nastanka statusa neispunjavanja obveza (Tekst značajan za EGP), SL L 86, 24.3.2012.
17. Uredba (EU) br. 909/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o poboljšanju namire vrijednosnih papira u Europskoj uniji i o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira te izmjeni direktiva 98/26/EZ i 2014/65/EU (Tekst značajan za EGP), SLJ L 257, 28.8.2014.
18. Uredba (EU) broj 345/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. travnja 2013. o europskim fondovima poduzetničkog kapitala (Tekst značajan za EGP), SL L 115, 25.4.2013.
19. Uredba (EZ) br. 1606/2002 Europskog parlamenta i Vijeća od 19. srpnja 2002. o primjeni međunarodnih računovodstvenih standarda, SL L 243, 11.9.2002.
20. Uredba(EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta te stavljanju izvan snage Direktive 2006/3/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ i 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (Tekst značajan za EGP), SL L173, 12.6.2014.

#### 6.4.3. Ostalo

1. Basel Committee on Banking Supervision, Implementation of the Compliance Principles A survey 2008, str. 3., dostupno na: <https://www.bis.org/publ/bcbs142.pdf> (11.4.2021.)
2. Commision Recomendation of 9. April 2014 on the quality of corporate governance reporting (complay or explain) 2014/208/EU OJ L 109/4 od 12.04.2014.
3. EBAN Statistics Compendium European Early-Stage Market Statistics 2017., str. 26., dostupno na <http://www.eban.org/> (8.7.2019.) (EBAN Statistics Compendium)

4. EC, Alternative Investments: Proceedings from High Level Conference on Private Equity and Hedge Funds, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm#conference](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm#conference)
5. EC, Consultation Paper on Hedge Funds (2008), dostupno na: [europa.eu/rapid/press-release\\_IP-08-2028\\_en.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-2028_en.pdf) (26.4.2020)
6. EC, White Paper on enhancing the Single Market Framework for Investment Funds, COM (2006), dostupno na: <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/2b6bafb9-c804-4f4c-89b6-dbf9b855a511> (15.07.2020.)
7. ESMA Final Report – ESMA technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Managers Directive, str. 39-40., dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011\\_379.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_379.pdf) (15.7.2020.) (ESMA Final Report – ESMA technical advice to the EC on possible implementing measures of the AIFMD)
8. ESMA Guidelines on the Model for International Cooperation (2013) (ESMA/2013/998), ESMA Guideline on Key Concept of the AIFM /ESMA/2013/611) ESMA Guidelines on Reporting Obligations under AIFMD; ESMA AIFMD Q&A (ESMA/2014/163)
9. ESMA s advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMS and AIFs, [http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-1236\\_advice\\_to\\_ep-council\\_com\\_on\\_aifmd\\_passport.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-1236_advice_to_ep-council_com_on_aifmd_passport.pdf) (29.8.2019.)
10. ESMA, Smjernice o politici nagrađivanja u skladu s Direktivom o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (AIFMD), 3.7.2013. (ESMA/2013/232), dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-579\\_hr\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-579_hr_0.pdf), dopuna smjernica od 14.10.2016. (ESMA 2016/579/HR), dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-579\\_hr\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-579_hr_0.pdf) (5.5.2019.) ESMA Guidelines on the Model for International Cooperation (2013) (ESMA/2013/998), ESMA Guideline on Key Concept of the AIFM /ESMA/2013/600) ESMA Guidelines on Reporting Obligations under AIFMD, ESMA AIFMD Q&A (ESMA/2014/163)
11. ESMA/2012/117, „Discussion paper: Key concepts of the Alternative investment fund Managers Directive and types of AIFM, dostupno na: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-117.pdf> (16.6.2019.)
12. EU Alternative Investment funds – ESMA Annual Statistical Report 2022-2023; ESMA-50-165-1948, str. 4., dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/sitec/default/files/libraty/esma50-165-1948.pdf> (26.7.2023.)
13. EU Commission Staff working document Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of the Alternative Investment Fund Managers, Brussels, 10.6.2020.; SWD (2020) 110 final, str. 38., dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs\\_autres\\_institutions/commission\\_europeenne/swd/2020/0110/COM\\_SWD\(2020\)0110\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/swd/2020/0110/COM_SWD(2020)0110_EN.pdf) (13.11.2020.)
14. EU Commission, Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market; COM (2007) 226 final, 30.4.2007., str. 12., dostupno na: [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu) (23.10.2020.)
15. European Commission Final Report; Study on director’s duties and sustainable corporate governance; July 2020 European Union 2020., str. 9., dostupno na: [www.op.europa.eu](http://www.op.europa.eu) (17.7.2020.)

16. European Commission Final Report; Study on directors duties and sustainable corporate governance; July 2020 European Union 2020., str. 47., dostupno na: [www.op.europa.eu](http://www.op.europa.eu) (28.11.2020.)
17. Europski revizorski sud, Tematsko izvješće 4/2022: jedinstveno tržište investicijskih fondova, dostupno na: [https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR22\\_04/SR\\_SM-for-Invest-Funds\\_HR.pdf](https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR22_04/SR_SM-for-Invest-Funds_HR.pdf). (15.7.2023.)
18. Freshfields Bruckhs Deringer, 2005., A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment, Report produced for the Asset management Working Group of the UNEP Finance Initiative, dostupno na: [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf) (7.7.2020.)
19. Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds (SEC (2005) 947), COM/2005/0314 final, 12.7.2005., dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52005DC0314> (21.11.2021.)
20. Izvješće COM (2020) 232 EU Komisije Europskom Parlamentu i Vijeću o ocjeni primjene i područja primjene AIFMD, Bruxelles, 10.6.2020., dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/EN/COM-2020-232-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF> (3.3.2021.?)
21. Izvješće Komisije Europskom parlamentu i Vijeću o ocjeni primjene i područja primjene Direktive AIFMD-a, str. 7., Bruxelles, 10.6.2020., COM (2020) 232 final, dostupno na: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9056-2020-INIT/hr/pdf> (26.12.2020.)
22. Joint Consultation Paper – ESG Disclosures Draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a, Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088, dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc\\_2020\\_16\\_-\\_joint\\_consultation\\_paper\\_on\\_esg\\_disclosures.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16_-_joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf) (2012.2023.)
23. KPMG Final Report on the Operation of the AIFMD, Submitted 10th December 2018, dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190110-aifmd-operation-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf), str. 228. (8.6.2019.)
24. Pariški sporazum, SL. 2822/4 od 19.10.2016.
25. Preporuka o politici primitaka u sektoru financijskih usluga, SL L 120, 15.5.2009., dostupno na: <http://data.europa.eu/eli/reco/2009/384/oj> (29.6.2021.)
26. Program UN o održivom razvoju dostupno na: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/development-agenda/> (12.11.2023.)
27. Smjernica ESME o obvezama izvješćivanja u skladu s člankom 3. stavkom 3. točkom (d) i člankom 24. stavcima 1., 2. i 4. Direktive AIFMD, 8.8.2014., dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2014\\_00040000\\_hr\\_cor.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014_00040000_hr_cor.pdf) (1.8.2023.)
28. Smjernice EBA (European Banking Authority) o utvrđivanju vrsta visokorizičnih izloženosti EBA GL/2019/01, Završno izvješće o utvrđivanju vrsta visokorizičnih izloženosti u skladu s člankom 128. stavkom 3. Uredbe (EU) br. 575/2013 od 17. siječnja 2019., dostupno na: <https://eba.europa.eu/documents/10180/2646098/Final+Report+on+EBA+GL+on+High+Risk+R.pdf/2a5337a7-4743-4d5d-959c-64736f1bd7b5> (12.7.2019.)
29. Venture Support System Project: Angel Investors; MIT Entrepreneurship Center

30. Vodič o klimatskim i okolišnim rizicima Europske središnje banke – Nadzorna očekivanja povezana s upravljanjem rizicima i objavama - studeni 2020., dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.hr.pdf>. (13.5.2023.)
31. Zelena knjiga Europske komisije, COM (210) 284., Korporativno upravljanje u financijskim institucijama i politika nagrađivanja

## 6.5. Normativni akti ostalih država

### 6.5.1. Njemačka

1. Aktiengesetz, BGBl.I.S. 1089, BGBl.I.S. 2637
2. Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG), BGBl I.S., br. 68 od 24.12.1986.
3. Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz), BGBl I.S., br. 36 od 18.8.2008.
4. Gesetz zur Forderung von Wagniskapitalbeteiligungen (WKBG), BGBl. I, 1672 od 12.8.2008.
5. Investmentgesetz ( InvG), BGBl.I.S., br. 62 od 19.12.2003.
6. Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), BGBl I.S. 1981., br. 35. od 4.6.2013.
7. Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), BGBl I.S., br. 1 od 5.1.2007. godine

### 6.5.2. United Kingdom

1. Alternative Investment Fund Managers Regulations, SI 2013 No.1773
2. Alternative Investment Fund Managers Regulations, SI 2013 No.1773
3. Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, Law Commission UK, Law com No 350, str. 36, dostupno na: [lawcom.gov.uk](http://lawcom.gov.uk) (6.7.2020.)
4. Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, Law Commission UK, Law com No 350, str. 36, dostupno na: [lawcom.gov.uk](http://lawcom.gov.uk) (6.7.2020.)
5. Financial Service and Markets Act 2000 od 14. lipnja 2000 godine, 20013 i 2015., dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2015/9780111127667/contents> (8.6.2019.).
6. Financial Service and Markets Act 2000 od 14. lipnja 2000 godine, 20013 i 2015., dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2015/9780111127667/contents> (8.6.2019.).
7. HM Treasury - Legislative Reform Order on the Limited Partnership Act explanatory document, dostupno na: [https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR\(Private-Fund-Limited-Partnerships\)Order-2017-ED.pdf](https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR(Private-Fund-Limited-Partnerships)Order-2017-ED.pdf) (6.4.2020.)
8. HM Treasury - Legislative Reform Order on the Limited Partnership Act explanatory document, dostupno na: [https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR\(Private-Fund-Limited-Partnerships\)Order-2017-ED.pdf](https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR(Private-Fund-Limited-Partnerships)Order-2017-ED.pdf) (datum?)
9. HM Treasury - Legislative Reform Order on the Limited Partnership Act explanatory document, dostupno na: [https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR\(Private-Fund-Limited-Partnerships\)Order-2017-ED.pdf](https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR(Private-Fund-Limited-Partnerships)Order-2017-ED.pdf) (6.4.2020.)
10. HM Treasury - Legislative Reform Order on the Limited Partnership Act explanatory document, dostupno na: [https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR\(Private-Fund-Limited-Partnerships\)Order-2017-ED.pdf](https://www.parliament.uk/documents/DPRR/2016-17/LROs/Private-Fund-Limited-Partnerships-2017/Draft-LR(Private-Fund-Limited-Partnerships)Order-2017-ED.pdf) (datum?)



11. Mrežna stranica: LEGISLATION.GOV.UK.  
<https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2015/9780111127667/contents>
12. Open End Investment Company Regulations; 2001, S.I. 2001., (1228) UK
13. Open End Investment Company Regulations; 2001, S.I. 2001., (1228) UK
14. Perimeter Guidance Manual, dostupno na: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> (21.07.2021.)
15. Perimeter Guidance Manual, dostupno na: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> (21.07.2021.)
16. Private Limited Partnership Order 2017, dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2017/514/contents/made> (12.6.2020.)
17. Private Limited Partnership Order 2017, dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2017/514/contents/made> (12.6.2020.)
18. The Alternative Investment Management Association (AIMA), Unlocking value: the role of activist alternative investment managers, 2015., str. 1-65., London, Simmons & Simmons, dostupno na: [http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150223\\_AIMA.pdf](http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150223_AIMA.pdf) (22.12.2016.)
19. The Alternative Investment Management Association (AIMA), Unlocking value: the role of activist alternative investment managers, 2015., str. 1-65., London, Simmons & Simmons, dostupno na: [http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150223\\_AIMA.pdf](http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150223_AIMA.pdf) (22.12.2016.)
20. The British Academy, Principles for Purposeful Business; How to deliver the framework for the Future of the Company; An Agenda for business in the 2020s and beyond, 2020., dostupno na: <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/224/future-of-the-corporation-principles-purposeful-business.pdf> (9.11.2020.)
21. The British Academy, Principles for Purposeful Business; How to deliver the framework for the Future of the Company; An Agenda for business in the 2020s and beyond, 2020., dostupno na: <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/224/future-of-the-corporation-principles-purposeful-business.pdf> (9.11.2020.)
22. The Key review of UK equity markets and long- term decision making, Final Report, July, 2012., dostupno na: <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com> (18.7.2020.)
23. The Key review of UK equity markets and long- term decision making, Final Report, July, 2012., dostupno na: <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com> (18.7.2020.)

### 6.5.3. Francuska

1. Code civil (C.C.)
2. French Code monétaire et financier, Journal Officiel N 2008-776 od 5.8.2008. godine
3. Zakon No. 2015-990 Sl. list od 6. kolovoza 2015. godine

### 6.5.4. Slovenija

1. Obligajski zakonik, Uradni list RS št. 83/01., 28/06., 40/07., 97/07., 64/16. (OZ)
2. Sklep o ključnih elementih investicijskih skladov, Uradni list RS, št. 100/15.
3. Sklep o pravilih poslovanja upravljavca specialnega investicijskega sklada, Uradni list RS, št. 11/16.
4. Zakon o družbama tveganega kapitala, Uradni list RS, št. 92/07. i 57/09.

5. Zakon o gospodarskih družbah, Uradni list RS, št. 42/06., 60/06., 26/07., 33/07., 67/07., 10/08., 68/08., 42/09., 65/09., 33/11., 91/11., 32/12., 57/12., 44/13., 82/13., 55/15., 15/17., 22/19., 158/20. i 18/21.
6. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Uradni list RS, št. 31/15., 81/15., 77/16. i 77/18.
7. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Uradni list RS, št. 110/02., 32/04.
8. Zakon o oblikah alternativnih investicijskih skladov, Uradni list RS, št. 101/22., 26. 7. 22.
9. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1I), Uradni list RS, št. 55/15.
10. Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov, Uradni list RS, št. 32/15., 77/18., 161/21. i 101/22.

#### 6.5.5. Svjetski normativni akti

1. Consultation Report of Principles For the Valuation of Hedge Fund Assets (A Consultation Report, March 2007), dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD240.pdf> (6.10.2020.)
2. Cuyler v Sullivan 446. U.S: 335, 351, 100 S. Ct. 1708, dostupno na: <https://law.resource.org/pub/us/case/reporter/US/446/446.US.335.78-1832.html> (11.4.2021.)
3. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111-203, 21.10.210., dostupno na: [https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173\\_enrolledbill.pdf](https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf) (14.8.2021.)
4. Global Governance Principles - International Corporate Governance Network (ICGN)- dostupno na: <http://icgn.flpbks.com/icgn-global-governance-principles-2017>
5. ICGN Guidance on Investor Fiduciary Duties, dostupno na: [http://icgn.flpbks.com/icgn-fiduciary\\_duties/files/extfile/DownloadURL.pdf](http://icgn.flpbks.com/icgn-fiduciary_duties/files/extfile/DownloadURL.pdf) (7.1.2022.)
6. International Chamber of Commerce (ICC) Guidelines on Conflicts of Interest in Enterprises, dostupno na: <https://cdn.iccwbo.org/content/uploads/sites/3/2018/08/icc-conflicts-of-interest-guidelines-july-2018.pdf> (23.7.2019.)
7. IOSCO - International Organization of Securities Commissions – Private Equity Conflict of Interests Consultation report, 2009., dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD309.pdf> (26.7.2020.)
8. IOSCO – Recommendations on Sustainability – Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management, Consultation Report, CR01/21, June 2021, dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD679.pdf> (27.9.2021.)
9. IOSCO Compliance Function at Market Intermediaries (Final Report 2006), str. 5., dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf> (17.3.2021.)
10. IOSCO, Private Equity Conflicts of Interest (Consultation Report), 2009., dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD309.pdf> (5.1.2020.)
11. OECD Guidelines for Multinational Enterprises, 2011., dostupno na: [www.oecd.org](http://www.oecd.org) (7.7.2020.)
12. Principles for Responsible Investment, dostupno na: <https://www.unpri.org/> (4.7.2020.)
13. The UK Stewardship Code 2020, 1.1.2020., dostupno na: [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk) (2.7.2020.)
14. UN Guiding Principles on business and human rights, 2011., dostupno na: [www.ohchr.org](http://www.ohchr.org).
15. UNEP FINANCE INITIATIVE- Report Fiduciary duty in the 21st century, 2019., str. 51-58., dostupno na: <https://www.unepfi.org/investment/fiduciary-duty> (6.7.2020.)

KRATICA	ZNAČENJE
AIF	Alternativni investicijski fond
AIFMD	Direktiva o UAIF-u
bilj.	bilješka
čl.	članak
EBA	European Banking Authority
ESMA	European Securities and Market Authority
EU	Europska unija
HANFA	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
i dr.	i drugo
i sl.	i slično
ibid.	ibidem
id.	idem
itd.	i tako dalje
loc. cit.	locus citatum
NN	Narodne novine
OJ EU	Official Journal European union (Službeni list EU-a)
op. cit.	opus citatum
st.	stavak
UAIF	Upravitelj alternativnog investicijskog fonda
UN	Ujedinjeni narodi
v.	versus
ZAIF	Zakon o alternativnim investicijskim fondovima
ZOIF	Zakon o otvorenim investicijskim fondovima

